# أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة

# The Impact of Internal Corporate Governance Instruments on Working Capital and Its Influences on Economic Value Added


**إعداد**

**أحمد فارس أحمد القيسي**

**إشراف**

**الأستاذ المشارك/ الدكتور أرشد فؤاد مجيد التميمي**


قدمت هذه الأطروحة استكمالا لمتطلبات منح درجة دكتوراه الفلسفة في التمويل


كلية الأعمال

قسم التمويل والمصارف

جامعة عمان العربية


تشرين ثاني/2011


All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**بسم الله الرحمن الرحيم**

**"قُلْ لَوْ كَانَ الْبَحْرُ مِدَادًا لِكَلِمَاتِ رَبِّي لَنَفِدَ الْبَحْرُ قَبْلَ أَنْ تَنْفَدَ كَلِمَاتُ رَبِّي وَلَوْ جِئْنَا بِمِثْلِهِ مَدَدًا" (109)**

**سورة الكهف**

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**بسم الله الرحمن الرحيم**

**تفويض**

**أنا احمد فارس القيسي،**

أفوض جامعة عمان العربية بتزويد نسخ من أطروحتي للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص عند طلبها.

**الاسم: احمد فارس القيسي**

**التوقيع:**

**التاريخ:** ٢/١٢/٢٠١١

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

د

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الأطروحة وعنوانها "أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل واتعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة".

وأجيزت بتاريخ 2011/11/20

| أعضاء لجنة المناقشة | | التوقيع |
|---|---|---|
| الأستاذ الدكتور قحطان سعيد السامرائي | رئيسا | |
| الأستاذ الدكتور هشام صالح غرايبة | عضوا | |
| الأستاذ المشارك الدكتور أرشد فؤاد التميمي | عضوا ومشرفا | |
| الأستاذ المساعد الدكتور فارس ناصيف الشبيري | عضوا | |

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

## شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على أشرف الخلق سيدنا محمد وعلى اله وصحبه أجمعين، أما بعد:

بفضل الله ورحمته، تم الانتهاء من كتابة هذه الأطروحة، ولا يسعني في هذا المقام، إلا أن أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى أستاذي ومشرفي الفاضل الدكتور المشارك/ أرشد فؤاد التميمي، على ما قدمه من جهد مشكور ومتابعة حثيثة منذ اختيار عنوان هذه الأطروحة وحتى الانتهاء من أخر كلمة فيها، ولم يبخل عليً بمعلومة أو نصيحة، وقد كان مثالا للعالم المتواضع.

كما أتقدم بالشكر الجزيل للأستاذ الدكتور قحطان السامرائي رئيس قسم التمويل على النصائح التي قدمها لي أثناء فترة إعداد هذه الأطروحة والدكتور فارس الشبيري/ قسم التمويل والدكتور عدنان النعيمي من جامعة الإسراء على أفكارهم البناءة، ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر الجزيل لكل من الأستاذ الدكتور محمد أبو صالح والأستاذ الدكتور مهند الروسان على النصائح التي قدموها في مجال التحليل الإحصائي.

وأخيرا أتقدم بالشكر الجزيل لأعضاء لجنة المناقشة على تجشمهم عناء قراءة هذه الأطروحة وتفضلهم بقبول مناقشتها.

الباحث


All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# الإهداء

إلى

من بفضله أدين له بالنجاح ...... والدي رحمه الله

صاحبة القلب الحنون ... والدعاء المتواصل... والدتي ... أطال الله في عمرها

إخوتي وأخواتي .... السند والعون

الصابرة .... رفيقة دربي .... زوجتي العزيزة

أبنائي وبناتي

محمد ... عمر... عبد الرحمن... بشرى ... ألاء

زملائي في قسم التمويل

كل من يسعى جاهدا لطلب العلم والمعرفة

أهدي هذه الأطروحة

الباحث

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

## قائمة المحتويات



All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

## قائمة الجداول



All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# قائمة الأشكال



All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# قائمة الملاحق



All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة

دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

إعداد

**أحمد فارس أحمد القيسي**

إشراف

**الأستاذ المشارك/ الدكتور أرشد فؤاد التميمي**

الملخص

تمحور هدف الدراسة حول اختبار أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة (ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة في الشركة) على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة، نظرا للدور الهام الذي تمارسه هذه الأدوات في حوكمة القرارات الاستثمارية بشكل عام، والاستثمار برأس المال العامل بشكل خاص، وما يتمخض عن ذلك من آثار على الأداء الشامل للشركة في الأجل الطويل، ممثلا في معيار القيمة الاقتصادية المضافة. هذا بالإضافة إلى إن تعدد أدوات الحوكمة الداخلية في الشركات المساهمة العامة قد يجعلها تواجه مشكلة حقيقية في توجيه قرارات الإدارة نحو إدارة رأس المال العامل، وقدرتها على توليد الثروة للمساهمين.

ولغايات اختبار فرضيات الدراسة الأربع الرئيسة، فقد تم جمع البيانات الخاصة بمتغيراتها من

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

خلال القوائم المالية السنوية للشركات الصناعية الأردنية المساهمة (عينة الدراسة) وعددها سبع وعشرون شركة، وللفترة (2000–2009) التي تندرج تحت مسمى بيانات (Panel Data)، وتتضمن كل من بعدي الزمن (Time Series Data)، والبيانات المقطعية ( Cross Section Data). وقد أشارت اختباراتها الإحصائية الأولية إلى إن استخدام نموذج التأثير الثابت ( Fixed Effect) يمثل أفضل طريقة إحصائية لاختبار فرضياتها، وضمن إطار برنامج E- views الإحصائي.

لقد أشارت نتائج فرضيات الدراسة إلى:

1. وجود أثر معنوي للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على صافي رأس المال العامل، بالإضافة إلى وجود أثر معنوي لكل من ملكية كبار المساهمين وحجم مجلس الإدارة على صافي رأس المال العامل، وارتباطهما بعلاقة طردية. علما إن صافي رأس المال العامل قد أشار إلى قيمة موجبة خلال فترة الدراسة، وبمتوسط بلغ 32% من إجمالي الأصول، أي إن شركات العينة تميل إلى عنصر السيولة من خلال تمويل جزء من رأس المال العامل بمصادر تمويل طويلة الأجل، الأمر الذي ينعكس بدوره على الربحية.
2. وجود اثر معنوي لصافي رأس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة، وارتباطهما بعلاقة عكسية، وهي نتيجة منطقية كون إن التركيز على مستوى مرتفع نوعا ما في صافي رأس المال العامل، إنما ينعكس على ربحية الشركة، ومن ثم تأثيره باتجاه معاكس على توليد الثروة.
3. وجود أثر معنوي للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة، بالإضافة إلى وجود أثر معنوي لكل من ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة وحجم مجلس الإدارة على

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

القيمة الاقتصادية المضافة، أي إن إدارة الشركات على الرغم من تركيزها على عنصر السيولة، إلا أنها في ذات الوقت ترى ضرورة ملحة نحو توليد الثروة للمساهمين من خلال القيمة الاقتصادية المضافة، التي تمثل هي الأخرى مقياسا شاملا للأداء في الأجل الطويل.

4. وجود اثر معنوي للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العامل. هذه النتيجة تشير إلى إن إدارة الشركات الصناعية الأردنية عينة الدراسة، ومن خلال إدارتها لرأس المال العامل (كونه قرار استثمار قصير الأجل) تحاول تحقيق قيمة اقتصادية مضافة للدينار المستثمر في الأصول المتداولة بجانب إدارتها للأصول الثابتة ذات المخاطرة.

وفي ضوء نتائج اختبار الفرضيات توصل الباحث إلى عدد من التوصيات، أهمها دعوة الشركات الصناعية الأردنية إلى التوجه نحو اعتماد السياسة الاستثمارية والتمويلية المعتدلة في إدارة رأس المال العامل، لضمان عنصر المواءمة بين السيولة والربحية، أي الاحتفاظ بسيولة مقبولة تتناسب والتزامات الشركة لتحقيق ربحية تساهم في توليد الثروة للمساهمين.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# The Impact of Internal Corporate Governance Instruments on Working Capital and Its Influences on Economic Value Added

Empirical Study of Jordanian Industrial Companies Listed

In Amman Stock Exchange

Prepared By

**Ahmad Fares Alqisie**

Supervisor

**Dr. Arshad Fouad Altemimi**

## Abstract

The study aimed at investigating the impact of internal instrument of corporate governance (Board of Directors members ownership of company's shares, major shareholders ownership of company's shares, and company's Board of Directors size) on working capital and their influences on economic value added, due to the important role played by these instruments in investment decisions governance in general, and investment working capital in particular, and the resulting consequences on company's comprehensive performance on the long run, represented by the standard of economic value added.

In addition the multiplicity of internal corporate governance instruments in public shareholding companies, makes them face a real problem in guiding decisions towards working capital management and its ability to generate wealth for shareholders.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

For the purposes of testing four key hypotheses of the study, the data variables were collected through the annual financial statements of Jordan public shareholding industrial companies (study sample) totaling twenty-seven companies (2000-2009), that fall under designated panel data, that include Time series Data and Cross Section Data. The initial statistical tests indicated that the use of fixed effect model represents the best statistical method to test hypotheses in the frame of E- views statistical program.

Hypotheses testing results indicated the following:

1. There is a significant impact of company's internal governance instruments on net working capital, as well as there is a significant impact of corporate major shareholders ownership and Board of Directors size on the net working capital and their association with a positive relation, noting that the net working capital indicated a positive value during the study period with an average of 32% of total assets, this means sample companies tend to liquidity factor through financing part of the working capital with long-term resources, which in its to turn reflected on profitability.

2. There is a significant impact of net working capital on the economic value added, and their link with inverse relationship, a logic consequence of the fact that the focus on the level is rather high in the net working capital, but also reflected on the profitability of the company, and then in effect the opposite direction to generate wealth.

3. There is a significant impact of company's internal governance instruments on the economic value added, as well as there is a

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

significant impact of corporate major shareholders ownership and Board of Directors size on the economic value added, in spite of company's management focus on liquidity factor there is a bad need to generate wealth for shareholders through the economic value added, which represents performance comprehensive measure in the long term.

4. There is a significant impact of company's internal governance instruments on the economic value added due to different net working capital. This result indicates that the Jordanian industrial companies (study sample) and through their working capital management (because it is a short-term investment decision) is trying to achieve the economic value added of invested Dinar in the current assets beside their management of risky fixed assets.

In the light of hypotheses testing results, the researcher concluded a number of recommendations; the most important is requesting Jordanian industrial companies directed towards the adoption of moderate financial and investment policy, in their management of working capital, to ensure the accord element between liquidity and profitability, that is to keep liquidity acceptable fits with company's obligations to achieve to profitability that contribute in generating shareholders wealth.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# الفصل الأول

## مقدمة Introduction

يهدف هذا الفصل إلى تسليط الضوء على مشكلة الدراسة، وتحديد عناصرها بوضوح، والتعريف بمصطلحاتها، وصياغة فرضيات الدراسة بناء على تلك العناصر، ورسم نموذج الدراسة وبيان أهميتها ومحدداتها.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# الفصل الأول

## المقدمة

### 1-1 تمهيد

شهدت بيئة الأعمال والمال عددا من حالات الإخفاق والفضائح المالية والأخلاقية، نتيجة لضعف دور أنظمة حوكمة الشركات، والذي انعكس بدوره علىإلحاقالضرر بحقوق حملة الأسهم بسببحالات الإفلاس والتصفية، الأمر الذي حدا بعدد من الدول إلى سن قوانين وتبني إجراءات تدعو إلى تحسين أنظمة الحوكمة في الشركات وتفعيل أدواتها الداخلية والخارجية، طبقا لمجموعة من المعايير منها على سبيل المثال الإفصاح، والشفافية، والعدل والمساواة لضمان حماية حقوق المساهمين.وبناء على ذلك اعتمد عدد من الدول* بعض أدوات الحوكمة لمراقبة تصرفات الإدارة وقراراتها المتعلقة بثروة المساهمين، منها العمل على انتخاب مجلس إدارة من المساهمين بشكل دوري، وتحديد عدد أعضاء مجلس الإدارة من داخل الشركة وخارجها، وآليات أخرى تتعلق بلجان التدقيق ومستوى استقلاليتها واستقلالية أعضائها، بجانب التأكيد على الفصل بين وظيفة الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة.

---

* كما هو الحال في قانون Sarbanes-Oxley Act في أمريكا، هذا القانون تمت المصادقة عليه من قبل الكونجرس الأمريكي عام 2002، ومن أهم بنوده تعيين خبير مالي خارجي في لجنة التدقيق بالإضافة إلى إلزام الرئيس التنفيذي للشركة ومديرها المالي بالتوقيع على القوائم المالية الربع سنوية والسنوية، وإذا ظهر فيها أي احتيال يقومون بإعادة الحوافز التي حصلوا عليها (Eun & Resnick, 2009, p.p: 98-99).

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

وبناءً على هذه الدعوات في تحسين فاعلية حوكمة الشركات، فإن أدواتها أصبحت أكثر تدخلا وتحسسا لقرارات الشركة بشكل عام والقرارات المالية بشكل خاص وعلى وجه التحديد القرار المتعلق بإدارة رأس المال العامل كونه يشكل جزءا كبيرا من أصول الشركة الكلية من جانب (النيف، 2005، ص. 10)، وان إدارته تستند بالدرجة الأولى على المواءمة بين الربحية والسيولة من جانب آخر (فالتركيز على السيولة يأتي على حساب الربحية والعكس أيضا صحيح إذ تنخفض السيولة إذا ما ركزت الشركة على الربحية)، (Gitman, 2000, p.p: 617-618) . وعليه فإن حوكمة رأس المال العامل تأتي أهميتها من حوكمة العلاقة بين الربحية والسيولة لضمان ملاءة الشركة من جانب، وتقرير ربحية عمليات التشغيل من جانب أخر، وبالشكل الذي يصب في مصلحة حملة الأسهم عبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، الذي يشير إلى مقدار ما تحققه إدارة الشركة من قيمة اقتصادية مضافة للدينار المستثمر من أموال المساهمين وفقالكلفة الاستثمار.

إن تفاعل وفاعلية الأدواتالداخلية لحوكمة الشركة ومنها، ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة وحجم مجلس الإدارة يمكن أن يؤدي دورا إيجابيا في ضبط سلوك الإدارة وتصرفاتها في إدارة رأس المال لضمان الأداء التشغيلي الأفضل للشركة. إلا إن المشكلة الأساسية بهذا الخصوص تكمن في كيفية تحقيق التوافق بين هذه الأدوات لضمان الإدارة الفاعلة لرأس المال العامل بشكل خاص، وتحقيق المواءمة بين ربحية الشركة وسيولتها في إطار تحقيق التزامن بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة بهدف تجنيب الشركة التعرض إلى حالات العسر المالي (عدم قدرتها على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل).

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

## 2-1 مشكلة الدراسة

نظرا لأهمية الأدوات الداخلية لحوكمة الشركات في ضبط القرارات المالية بشكل عـــام، والقـــرار المتعلق برأس المال العامل بشكل خاص، فإن معالم مشكلة الدراسة يمكن تحديدها في ثلاثة أبعاد، الأول يعكس تعدد الأدواتالداخلية لحوكمة الشركات الصناعية وما قد ينتج عنه من آثار على رأس المال العامل ، أما البعد الثاني فيتمثل في كيفية تحقيق توافق بين هذه الأدوات وبالشكل الذي يصب نحو إدارة رأس المال العامل في إطار المواءمة بين الربحية والسيولة، في حين يعكس البعد الثالث قدرة رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة على التأثير علـــى القيمـــة الاقتـــصادية المضافة. وبناء على هذه الأبعاد تزداد المشكلة عمقا في صياغة طبيعة العلاقة والأثر فيما بينها، وعليه فإن الغرض من هذه الدراسة هو تحديد أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الـــشركة علـــى رأس المال العامل من جانب، وأثر كل منهما على القيمة الاقتصادية المضافة في الـــشركات الـــصناعية المساهمة العامة الأردنيةمن جانب أخر.

ويمكن تحقيق الغرض من هذه الدراسة من خلال الإجابة عن التساؤلات آلاتية:

1- هل يوجد أثر للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن؟

2- هل يوجد أثر لصافي رأس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن ؟

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

3- هل يوجد أثر للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن؟

4- هل يوجد أثر للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العامل كمتغير وسيط في الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن؟

## 3-1 التعريفات الإجرائية

### أولا: التعريف الإجرائي للمصطلحات

يقصد بالمصطلحات الآتية حيثما وردت في هذه الدراسة التفسيرات المخصصة لها أدناه:

**أ. الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة(Internal Corporate Governance Instruments)**

يقصد بهاتلك الأدوات التي تؤثر في قرارات الإدارة التنفيذية، وخاصة تلك المتعلقة بإدارة رأس المال العامل في الشركة الصناعية المساهمة العامة، وتشمل كل من؛ **ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة ، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة.**

**ب. رأس المال العامل (Working Capital)**

ويقصد به الأصول المتداولة **(Current Assets)**والتي يمكن تحويلها إلى نقد خلال سنة مالية واحدة، كالنقد في الصندوق، ولدى البنوك، وشيكات برسم التحصيل، والأوراق المالية عالية

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

السيولة، والذمم المدينة، وأوراق القبض، والمخزون السلعي، والبضائع نصف المصنعة والجاهزة وقطع الغيار واللوازم، والحسابات المدينة الأخرى وذلك لأغراض دورة الأعمال التشغيلية اليومية **ويعبر عنه بنسبة صافي رأس المال العامل من إجمالي الأصول** والذي يمثل الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة منسوبا إلى إجمالي الأصول.

**ت. القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added)**

يقصد بها مقدار ما تحققه إدارة الشركة الصناعية المساهمة العامة من قيمة اقتصادية مضافة للدينار المستثمر من أموال المساهمين وفقا لكلفة استثمار الأموال المعدة للتشغيل.

## ثانيا: التعريف الإجرائي للمتغيرات

تقوم الدراسة على المتغيرات الآتية:

**1_ المتغيرات المستقلة**

وتمثل الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة وتشمل ما يلي:

أ- **ملكية أعضاء مجلس الإدارة (Board Members Ownership)**: وهي تمثل مجموع ملكية أعضاء مجلس الإدارة من أسهم الشركة الصناعية (Kieschnick et al., 2006).

ب- **حجم مجلس الإدارة (Board Size)**: ويمثل عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة الصناعية المساهمة العامة (Adewuyi & Olowookere,2009).

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**ج- ملكية كبار المساهمين (Block Shareholders Ownership)**: وهي تمثل مجموع ملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5 % فأكثرمن أسهم الشركة حسب التعريف المتبع في بورصة عمان للأوراق المالية، وهذا التعريف يستند إلى تعليمات الإفصاح الخاضعة إلى رقابة هيئة الأوراق المالية لسنة 1998 ، الصادرة بموجب قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997.

**2- المتغير الوسيط**

**صافي رأس المال العامل (Working Capital)**

ويعبر عنه بنسبة صافي رأس المال العامل(Net Working Capital)، ويساوي الأصول المتداولة مطروحا منها الخصوم المتداولة منسوبا إلىإجماليالأصول(Gitman, 2000, p. 616).

**صافي رأس المال العامل = (الأصول المتداولة – الخصوم المتداولة)/ إجماليالأصول.**

**3- المتغير التابع**

**القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)**

ويقصد بها القيمة التي أضيفت إلى ثروة المساهمين والملاك نتيجة توظيف أموالهم في الشركة، ويتم حسابها من خلال طرح كلفة رأس المال المستثمر (WACC x CE) من صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)(ACMA, 2009):

$$EVA = NOPAT - (WACC \times CE) \quad \ldots..(1\text{-}1)$$

حيث تمثل:

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added)

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (Net Operating Profit after Tax)

WACC: المتوسط المرجح لكلفة رأس المال(Weighted Average Cost of Capital)

CE: رأس المال المستثمر (Capital Employed).

## 1- 4 فرضيات الدراسة

للإجابة عن أسئلة الدراسة فقد تمت صياغة الفرضيات الآتية:

**الفرضية الأولى**

$H0_1$: **لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة مجتمعة (ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة)، على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

وتتفرع عن هذه الفرضية **الفرضيات الفرعية** التالية:

$H0_{1.1}$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

$H0_{1.2}$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

$H0_{1.3}$: لايوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس إدارة الشركة على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

**الفرضية الثانية**

**$H_{02}$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لصافي رأس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

**الفرضيةالثالثة**

$H0_3$: **لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة مجتمعة (ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة) على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

وتتفرع عن هذه الفرضية **الفرضيات الفرعية** التالية:

$H0_{3.1}$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

$H0_{3.2}$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

$H0_{3.3}$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس إدارة الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**الفرضية الرابعة**

$H0_4$: **لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة (ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة) على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العامل كمتغير وسيط في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

## 5-1 أنموذج الدراسة

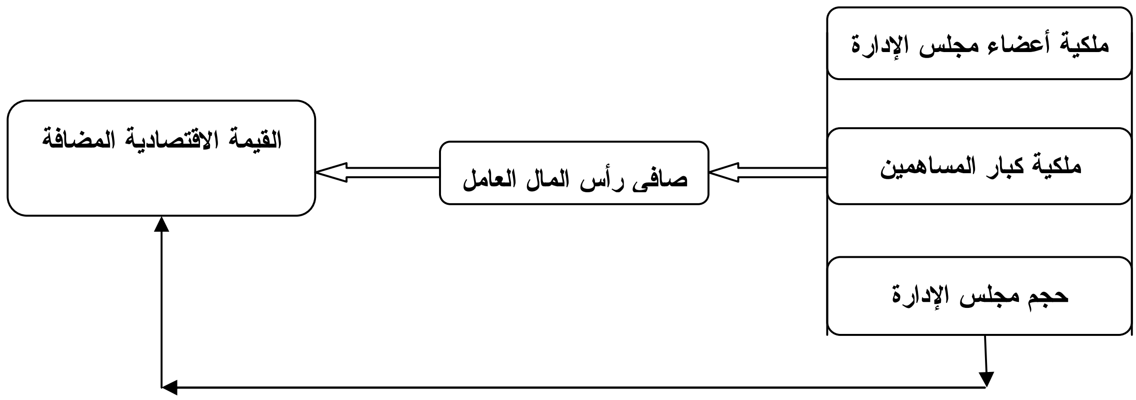
من خلال الرجوع إلى الدراسات التي تناولت موضوع الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة ورأس المال العامل وأثرهما على القيمة الاقتصادية المضافة لم يتمكن الباحث من العثور على أية دراسة تتناول هذه الأبعاد الثلاثة في دراسة واحدة، بل اقتصرت هذه الدراسات على تناول أثر وعلاقة كل من الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة ورأس المال العامل على مقاييس الربحية التقليدية بشكل منفصل، ولذلك وبعد الدراسة المتعمقة من قبل الباحث لهذه الأبعاد الثلاثة التي تشكل فيما بينها علاقات متداخلة، فقد تم تناولها في دراسة واحدة للتعرف على أثارها كما هي مبينة في الشكل رقم (1).

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**الشكل رقم (1) أنموذج الدراسة**

**<u>المتغير المستقلالمتغير الوسيطالمتغير التابع</u>**

**الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة صافيرأس المال العاملالقيمة الاقتصادية المضافة**




المصدر:من إعداد الباحث

## 1-6 أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في طبيعة المشكلة المبحوثة وأسئلتها، إذ تبرز أهمية الدراسة في كونها:

أ- تربط بين ثلاثة متغيرات تبدو في معالمها الظاهرة إنها منفصلة، ولكن في محتواها متداخلة، كونها تعمل على ضبط وتوجيه النشاطات التشغيلية لرأس المال العامل من خلال الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة ، من جانب.

ب- ومن جانب أخر فإنه ربما يكون لهذه العلاقات المتداخلة نتائج على أداء الشركة في الأجل الطويل، تنعكس أثارها في القيمة الاقتصادية المضافة لثروة المساهمين، وقد تتضح

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

معالمها من خلال اختبارها في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

ت- هذا بالإضافة إلى الكشف عن مدى تركز الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة واعتمادها في توجيه قرارات الإدارة التنفيذية نحو إدارة رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة.

ث_ مساعدة المستثمرين على التعرف على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والتحقق من إن إداراتها تعمل على حماية أموالهم المستثمرة فيها وتحقق قيمة اقتصادية مضافة إلى ثرواتهم.

## 1-7 محددات الدراسة

لقد واجه الباحث خلال فترة جمع البيانات المتعلقة بحساب متغيرات الدراسة بعض المحددات والصعوبات في حساب بعضها وكالاتي:

أ. عندما حاول الباحث حساب كلفة التمويل بالملكية من خلال تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Assets Pricing Model)، واجه صعوبة تطبيقه على بورصة عمان للأوراق المالية، بسبب التغيرات غير الطبيعية في العائد السوقي السنوي من جانب، نتيجة لعوامل متعلقة بالسوق نفسه كونه سوقاً غير كفؤ، وما خلقته الأزمة المالية العالمية الأخيرة من آثار على أداء السوق من جانب أخر. إذ ظهرت قيم العائد السوقي السنوي لبعض السنوات بالسالب، وهذا

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

أدى إلى صعوبة تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) في ظل العوائد السوقية السنوية السالبة، وقد تم التغلب على هذه المشكلة، وسيتم توضيح الطريقة التي تمت فيها معالجة هذه المشكلة في الفصل الثالث (الطريقة والإجراءات).

ب. عندما حاول الباحث حساب كلفة الدين الإجمالية (Debt Cost) السنوية للشركة الصناعية، واجه مشكلة عدم فصل الفوائد السنوية المدفوعة من قبل الشركة على القروض طويلة الأجل والقروض قصيرة الأجل، بالإضافة إلى عدم إفصاح العديد من شركات العينة عن معدل الفائدة على القروض الطويلة والقصيرة الأجل، وقد تم التغلب على هذه المشكلة، وسيتم توضيح الطريقة التي تمت فيها معالجة هذه المشكلة في الفصل الثالث (الطريقة والإجراءات).

## 1-8 تنظيم الفصول اللاحقة للأطروحة

بعد أن تم الانتهاء من عرض مشكلة الدراسة وأسئلتها وفرضياتها وأهميتها في الفصل الأول، فإنه سيتم تقسيم باقي فصول هذه الأطروحة على النحو الأتي:

أ. سيتناول الباحث في الفصل الثاني الأساس النظري الذي انطلقت منه مشكلة الدراسة بأبعادها المختلفة، بالإضافة إلى استعراض كافة الدراسات والأدبيات التي تناولت أبعاد هذه المشكلة ومتغيراتها مع بيان إسهامات الدراسة الحالية وما يميزها عن الدراسات السابقة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ب. سيتم تخصيص الفصل الثالث للطريقة والإجراءات المستخدمة في تناول مشكلة الدراسة والتي تتضمن كلاً من مجتمع وعينة الدراسة، أدوات الدراسة، إجراءات الدراسة وتصميم الدراسة والمعالجة الإحصائية.

ت. بينما الفصل الرابع فسوف يتناول النتائج التي تم التوصل إليها من خلال التحليل الإحصائي للفرضيات والإجابة عن أسئلة الدراسة.

ث. أما الفصل الخامس والأخير فسوف يخصص لمناقشة النتائج التي تم التوصل إليها في الفصل الرابع، مع الإشارة إلى الدراسات التي اتفقت مع هذه النتائج أو تلك التي خالفتها، بالإضافة إلى تقديم مجموعة من التوصيات التي ستبنى على النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# الفصل الثاني

## الأساس النظري والدراسات ذات الصلة

يهدف هذا الفصل إلى التعريف بالأساس النظري الذي انطلقت منه هذه الدراسة، إذ سيتم تناول أبعاد الدراسة بالتحليل المعمق من حيث، التعريف بهذه الأبعاد والعلاقات المتداخلة فيما بينهما بالإضافة إلى التطرق إلى الدراسات والأدبيات التي تناولت هذه الأبعاد سواء تلك التي تدعم فرضيات الدراسة أو تلك التي تخالفها.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# الفصل الثاني

الأساس النظري والدراسات السابقة

## أولا: الأساس النظري

## 2-1 حوكمة الشركة (Corporate Governance)

### 2-1-1 مقدمة

ما تزال حوكمة الشركات تشكل جزءا من البحث في بيئة الأعمال منذ صدور كتاب ادم سميث بعنوان " ثروة الأمم" عام (1776)، والذي بدون شك أعطى قوة دافعة لكل من Berle & Means عام (1932) لإصدار كتابهم حول فصل ملكية الشركة عن الإدارة. وقد تناولت العديد من الدراسات مفهوم الحوكمة المؤسسية على إنها تهدف إلى التقليل من حالات تضارب المصالح (Conflict of Interest)، وتخفيض تكاليف إنشاء العقود مع ذوي المصالح المشتركة، لان غياب مثل هذه الأدوات سوف يؤدي إلى تخفيض قيمة الشركة (Denis & McConnell, 2003).

ويمكن لنظام الحوكمة المؤسسية الرشيدة أن يضمن لمقدمي رأس المال للشركة، الحصول على مكافآت مناسبة بطريقة قانونية وأخلاقية. وهناك طريقتان داخلية وخارجية لتحقيق ذلك ( Jensen, 1993)، الأولى من خلال هيكل الملكية (Ownership Structure) (تركز الملكية وحقوق التصويت) ومجلس الإدارة (Board) أوالمجلس الإشرافي في بعض الدول (الذين يراقبون الشركة والمفترض بهم العمل لصالح المساهمين)، أما الطريقة الثانية فهي من خلال رقابة الأسواق، والبيئة القانونية وهذا ما سيتم بيانه لاحقا.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

إن الإخفاقات والفضائح المالية التي حدثت في كبرى الشركات العالمية قد أثار العديد من الأسئلة عن الطريقة التي تدار بها الشركات المساهمة العامة حول العالم. فعندما تسود المصالح الشخصية للمديرين على حساب الشركة، فإنهم يدخلون في أعمال قد تؤدي إلى الإضرار بمصالح وحقوق المساهمين وأصحاب المصالح. فعلى سبيل المثال يخصص المديرون لأنفسهم رواتب مرتفعة، ويعملون على هدر موارد الشركة من خلال تحويل سيولة الشركة وأصولها إلى منافع شخصية، وبالتالي فإن ترك المديرون يتصرفون وفق مصالحهم الشخصية ودون مراقبة، فإنهم سيتركون أثرا سلبيا على قيمة الشركة. ولذلك بدأت الدعوات حول العالم بضرورة تقوية وتحسين أنظمة الحوكمة في الشركات لحماية حقوق المساهمين، وضبط تجاوزات المديرين وإعادة الثقة إلى أسواق المال (Eun & Resnick, 2009, p. 79).

**2-1-2 الإطار ألمفاهيمي لحوكمة الشركة (Conceptual of Corporate Governance)**

منذ ظهور مصطلح الحوكمة المؤسسية أجريت العديد من الدراسات في مختلف أنحاء العالم حول هذا المفهوم، إلا انه لا يوجد تعريف موحد لمصطلح (Corporate Governance) متفق عليه من قبل الاقتصاديين والقانونيين والمحللين، وهذا ما تؤكده موسوعة Corporate Governance Encyclopedia، ويعود سبب ذلك إلى التداخل فيما بين القضايا التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية للشركات (حسين، 2003، ص. 19)، كما إن الاختلاف في الترجمة العربية للمصطلح قد أفرزت تسميات متعددة منها حوكمة الشركات، الإجراءات الحاكمية، الإدارة الحكيمة، الإدارة الرشيدة (أبو زر، 2006).

وفيما يلي أهم المفاهيم المرادفة للحوكمة المؤسسية كما وردت في بعض الدراسات:

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

1. إنها تقابل مفهوم "الحكم المؤسساتي" باعتبارها مجموعة من العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها ومساهميها وأصحاب المصالح فيها (اتحاد المصارف العربية، 2003).

2. إنها تستخدم كبديل لمفهوم "التحكم المؤسسي" بهدف معالجة مشكلة الوكالة وحماية حقوق حملة الأسهم وأصحاب المصالح في الشركة، بالإضافة إلى تفعيل المعايير المحاسبية على المستوى الدولي وتحقيق القيمة الاقتصادية والرفاهية الاقتصادية من منظور اقتصاد السوق (مطر، 2003).

3. إنها مرادف لمفهوم "التحكم بالمنشأة" من أجل إحكام الرقابة على مديري منظمات الأعمال من قبل مقدمي الأموال لضمان عدم قيام إدارات هذه المنظمات باستغلال أموالهم بشكل شخصي أو استثمارها في مشاريع غير مربحة (الجذيري، 1997).

4. أطلق عدد أخر من الباحثين على هذا المصطلح مفهوم "حوكمة الشركات" بسبب تناغمها مع لفظي العولمة والخصخصة وشيوع استخدامها في الترجمة المقبولة في جمهورية مصر العربية (يوسف، 2003).

وقد اعتمد الباحث مصطلح حوكمة الشركات في هذه الدراسة كونه المفهوم الأقرب إلى مصطلح Corporate Governance حيث إنها تحافظ على جذر الكلمة المتمثل في (ح ك م)، وقد اقترح هذا المصطلح من قبل الأمين العام لمجمع اللغة العربية، واستحسن من قبل عدد من المتخصصين في اللغة العربية، ومنهم مركز دراسات اللغة العربية في الجامعة الأمريكية في القاهرة (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2004، (ب) ص. 12).

لقد قدمت عدة تعريفات لهذا المصطلح، إذ عرفها (Vishny & Shleifer, 1997) على إنها الآلية التي تقدم ضمانة إلى ممولي الشركة بالحصول على عوائد على استثماراتهم. وينظر إليها كذلك

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

على إنها إحدى حقول الاقتصاد الذي يعنى في البحث عن الطرق التي تحقق الكفاءة الإدارية، كما إنها تعنى بالتحفيز على الكفاءة الإدارية من خلال استخدام أدوات واليات معينة للحوافز (Mathiesen, 2002). وقد عرفها (Cadbury, 1992) في جملة بسيطة ومحكمة على أنها "نظام بمقتضاه تدار وتراقب المؤسسات". بينما عرفها (حماد، 2005، ص. 3) على إنها النظام الذي يتم من خلاله توجيه المؤسسة ورقابتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها والوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة والشفافية.

ويرى بعض الباحثين بأن حوكمة الشركة إنما هي مفهوم واسع يشتمل على عدة معان، بداخله يخدم كل معنى منها هدفا معينا، إذ أشارت (Cattrysse, 2005, p.3) إلى انه يمكن النظر إلى حوكمة الشركة على أنها نظام ومنهج وتعليمات وقواعد، وفقها تتم إدارة الشركة والرقابة عليها، من خلال تحديد الأهداف والعمل على مراقبة تحقيقها بما ينسجم مع قيم الشركة، والتأكيد على مقابلة احتياجات أصحاب المصالح من المعلومات وتحسين علاقات الشركة مع مساهميها.

ويعتبر تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ( OECD، 2004) من أشمل التعريفات التي تناولت مفهوم حوكمة الشركة، إذ عرفتها على أنها: "النظام الذي تستخدمه المنشأة في عملية الإشراف والرقابة على عملياتها، كما أنها تمثل النظام الذي يتم من خلاله توزيع الحقوق والمسؤوليات على مختلف الأطراف في المنشأة، بما في ذلك مجلس الإدارة والمديرين وحملة الأسهم وأصحاب المصالح الأخرى، كما أنها تحدد القواعد والإجراءات الخاصة باتخاذ القرارات التي تتعلق بالمنشأة".

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

وعرفها معهد المدققين الداخليين (The Institute of Internal Auditors-IIA)بأنها: "عمليات تتم من خلال إجراءات تستخدم بوساطة ممثل أصحاب المصالح، لتوفير إشراف على المخاطر وإدارتها بوساطة الإدارة، ومراقبة مخاطر المؤسسة، والتأكيد على كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر، مما يؤدي إلى الإسهام المباشر في إنجاز أهداف وحفظ قيم المؤسسة، مع الأخذ بعين الاعتبار أن أداء أنشطة الحوكمة المؤسسيةيكون مسؤولية أصحاب المصالح في المؤسسة لتحقيق فعالية الوكالة، (IIA, 2002).

يتضح مما تقدم من تعريفات، إن حوكمة الشركات هي الإطار القانوني والاقتصادي والإداري الذي يحكم الشركة، ويعمل على حماية حقوق المساهمين وذوي المصالح المشتركة، وبشكل يضمن الموازنة والعدالة بين جميع الأطراف ذات العلاقة وصولا إلى خفض التكاليف التي قد تنشأ عن تضارب المصالح.

### 2-1-3 أهمية حوكمة الشركة* (Importance of Corporate Governance)

منذ عام 1997، ومع ظهور الأزمة المالية الآسيوية التي يمكن وصفها بأنها كانت أزمة ثقة في المؤسسات والقوانين التي تنظم نشاط الأعمال والعلاقات فيما بين منشآت الأعمال والحكومة،أخذ العالم ينظر نظرة جديدة إلى حوكمة الشركات.

* ولمزيد من المعلومات انظر (www.hawkama.net)

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

وقد كانت المشاكل العديدة التي برزت في المقدمة أثناء الأزمة تتضمن عمليات ومعاملات الموظفين العارفين بأسرار المؤسسة، وحصول المؤسسات على مبالغ كبيرة من الديون قصيرة الأجل،وفي نفس الوقت الذي حرصت فيه على عدم معرفة المساهمين بهذه الأمور وإخفاء هذه الديون من خلال طرق ونظم محاسبية "مبتكرة"، وما إلى ذلك. كما أن الأحداث التي جرت في عام 2001، ابتداء بفضيحة شركة (Enron) وما تلاه من اكتشاف لتلاعب المؤسسات في قوائمها المالية، أظهرت بوضوح أهمية الحوكمة المؤسسية حتى في الدول التي كان من المعتاد اعتبارها أسواقا مالية كفؤة. وقد اكتسبت الحوكمة المؤسسية أهمية أكبر بالنسبة للديمقراطيات الناشئة نظرا لضعف النظام القانوني الذي لا يمكن معه إجراء تنفيذ العقود وحل المنازعات بطريقة فعالة. كما أن ضعف نوعية المعلومات تؤدى إلى إعاقة لجان الإشراف والرقابة، وتعمل على انتشار الفساد وانعدام الثقة. لذا فإن إتباع المبادئ السليمة للحوكمة المؤسسية يؤدي إلى خلق الاحتياطات اللازمة ضد الفساد وسوء الإدارة، مع تشجيع الشفافية في الحياة الاقتصادية ومكافحة مقاومة المؤسسات للإصلاح. وقد أدت الأزمات المالية السابقة إلى اتخاذ نظرة عملية حول استخدام الحوكمة المؤسسية الرشيدة لمنع الأزمات المالية القادمة، ويرجع هذا إلى أن الحوكمة المؤسسية أبعد من كونها نظرية أخلاقية يتم إتباعها بشكل إجباري بل من المفترض على المؤسسات إتباعها بدوافع ذاتية لما تتوخاه من فائدة من هذا الإتباع. وعليه فإن أنظمة الحوكمة الرشيدة تمتاز بالاتي:

أ. تساعد على حماية مصالح المساهمين عبر مجموعة من الإجراءات، مثل ضمان ممارساتهم الكاملة لحقوقهم داخل الهيئات العامة، بما في ذلك حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والشفافية في المعلومات وتوفيرها في الوقت المناسب، واحتفاظ الشركة بسجل واضح

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

للمساهمين، وأسلوب مضمون لتسجيل الملكية. كما إن نظام الحوكمة المؤسسية هام بالنسبة للمساهمين، سواء أكانوا في موقع المسؤولية المباشرة بالإدارة أم خارجها (البشير، 2003).

ب. تساعد على حماية مصالح كل الأطراف المهتمة بالتعامل مع الشركة، وتنظم العلاقات القائمة بين إدارة الشركة التنفيذية ومجلس إدارتها ولجنة التدقيق فيها، وهذا يعمل على خفض مخاطر الشركة، وعلى رفع قيمة أسهمها في السوق، كما انه يحسن من نوعية وكفاءة القيادة في الشركة ويحسن أيضا من جودة إنتاجها ( الهنيني، 2005). هذا بالإضافة إلى أن مثل هذه الأنظمة يمكن إن تسهم في: (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005 (أ)، ص. 6– 7) (بتصرف من الباحث)

- تحسين الكفاءة في استخدام أصول الشركة وتخفيض كلفة رأس المال.
- جذب الاستثمارات ودعم الأداء الاقتصادي.
- تعزيز القدرات التنافسية للشركة في الأمد الطويل عبرآليات الشفافية في المعاملات وإجراءات المراجعة والمحاسبة المالية.
- تحسين إدارة الشركة من خلال مساعدة مديري ومجلس إدارة الشركة على تطوير إستراتيجية سليمة لها، وضمان اتخاذ القرارات على أسس سليمة.
- بناء نظام كفؤ وواضح للمكافآت والحوافز في الشركة.
- وضع معايير تتسم بالشفافية في التعامل مع المستثمرين والمقرضين.
- بناء أنظمة مبكرة لمنع حدوث الأزمات المصرفية.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

### 4-1-2 نظرية الوكالة (Agency Theory)

تعد نظرية الوكالة نقطة البداية لأي نقاش حول حوكمة الشركة، فقد عرفها (Jensen, 1986) بأنها عبارة عن عقد من خلاله يقوم الموكل (الأصيل) بتكليف طرف ثان ويدعى الوكيل بإنجاز بعض الأعمال باسمه ، من خلال تفويض بعض صلاحيات الموكل المتعلقة باتخاذ القرارات للوكيل. كما عرفها (Schroeder, 2001, p. 48) على أنها علاقة تعاقدية بين طرفين بحيث يتراضى الطرفان على أن يقوم أحدهما (الوكيل) بتمثيل الآخر(الموكل) بشكل كلي أو جزئي. وبناءً على هذه العلاقة التعاقدية وفي إطار الشركات المساهمة العامة، فان المديرين هم وكلاء للمساهمين، إذ يفوض المساهمون السلطة لهم لمراقبة إدارة الشركة.

وطبقا لنظرية الوكالة، فإن مشاكل الحوكمة تظهر من خلال الفصل بين الملكية والإدارة في هذه الشركات، وبسبب الملكية الموزعة بين عدد كبير من المساهمين، وعدم قدرة مقدمي الديون على رقابة نشاطات وتصرفات المديرين في الشركة بشكل تام وفعال، يتجه المديرين نحو الاهتمام بمصالحهم لدوافع خفية أو أجندة شخصية دون متابعة لمصالح المساهمين، ومن ثم العمل على تجريد المستثمرين الخارجين من ملكيتهم (Jensen & Meckling, 1986). وهنا يمارس المديرين رقابة هائلة على إدارة الشركة، وتوزيع الموارد باسم المساهمين، بالإضافة إلى السيطرة على المعلومات. إن دافع المنفعة الشخصية يغري المدراء بتحويل موارد الشركة إلى نشاطات ضارة بالهدف الأساسي، وهو تعظيم ثروة المساهمين، ليظهر ما يعرف بتكاليف الوكالة، والتي من المحتمل أن تنعكس بآثار سلبية على المالكين، الأمر الذي يبرز أهمية أدوات الحوكمة في الشركة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

إن الهدف الأساسي لحوكمة الشركة هو مراقبة نشاطات الإدارة وقراراتها، للتأكد من أنها تصب في مصلحة المساهمين والدائنين، وأدوات الحوكمة الرشيدة تساعد على إزالة المشاكل الناجمة عن تضارب المصالح (Gursoy & Aydogan, 2002)، لذا فهي تعزز الانسجام بين مصالح مختلف الأطراف (Conyon & Schwalbach, 2000)، والإسهام في تحقيق مبدأ اتساق المعلومات ونشرها في الوقت المناسب (Bhojraj & Sengupta, 2003).

**2-1-4-1 فروض نظرية الوكالة (Principles of Agency Theory)**

تقوم نظرية الوكالة على مجموعة من الفروض تتعلق بتضارب المصالح بين أطرافها من حيث (حماد، 2005، ص. 31):

أ. يتميز كل من الموكل والوكيل بالرشد الاقتصادي ويسعون إلى تعظيم المنفعة الذاتية.

ب. وجود اختلافات بين كل من أهداف وتفضيلات الموكل والوكيل، فالأول يهدف إلى الحصول على أكبر قدر من الجهد والعمل الذي يقوم به الوكيل مقابل أجر معقول، بينما يسعى الثاني إلى الحصول على أقصى منفعة من الحوافز والمزايا ضمن جهد اقل.

ج. وجود اختلاف في مقدار المخاطرة التي يتحملها كل من الموكل والوكيل، ويرجع ذلك إلى عدم قدرة الموكل على متابعة ومراقبة قرارات وتصرفات الوكيل بشكل مباشر، بسبب التدريب والخصائص الشخصية التي يتمتع بها الوكيل، بالإضافة إلى إمكانية وصول الوكيل إلى المعلومات بسهولة أكثر من الموكل.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

### 2-1-4-2 مشكلات نظرية الوكالة (Problems of Agency Theory)

لقد أشار (Eun & Resnick, 2009, p.p. 81- 82)، بان مشكلات الوكالة تنشأ نتيجة عدم قدرة كل من الموكل والوكيل على توقيع العقود التي تغطي كافة الأحداث المستقبلية الطارئة، فلو علم كل من الموكل والوكيل بهذه الظروف المستقبلية لما حصل تضارب المصالح بينهما، وبالتالي لن يكون هناك ما يعرف بمشكلة الوكالة. ونظرا لصعوبة التنبؤ الدقيق بالأحداث المستقبلية، فان الموكل والوكيل سيقومان بتقسيم حقوق اتخاذ القرارات اللازمة لمواجهة هذه الظروف، إلا إن الموكل (المستثمر) ليس مؤهلا وليس لديه الرغبة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالأعمال، وبالتالي الوكلاء (المديرين) يكتسبون معظم حقوق اتخاذ القرارات وفقا لما يرونه مناسبا، لذا فإن معظم الشركات المساهمة سيكون لديها مديرون أقوياء ومستثمرين ضعفاء، بحيث يبدأ المديرون بالتصرف بأموال المساهمين بالطريقة التي يرونها مناسبة، ولن تمر فترة طويلة حتى يبدأ المستثمرون بالشعور بأنهم لا يتقاضون عوائد عادلة على أموالهم المستثمرة، مما يؤدي إلى ظهور مشكلة الوكالة.

ومن الممارسات التي يمكن أن يرتكبها المديرون في هذا المجال وهي إشارات على مشكلات الوكالة، الحصول على علاوات مرتفعة، و/أو الدخول في مشاريع ليست ذات جدوى للمستثمرين، ولكنها لفائدتهم ، و/أو محاولة الاستيلاء على شركات أخرى، مقابل دفع مبالغ أعلى من قيمتها، لأنها تخدم مصالحهم، وجميع هذه الممارسات تعمل على تدهور ثروة المساهمين.

وقد أشار (Jensen, 1989) إلى أن مشكلة الوكالة تعد أكثر خطورة في الشركات ذات التدفقات النقدية التي يتم توليدها داخل الشركة، والزائدة على حاجة الشركة لاستخدامها في المشاريع الاستثمارية المربحة، إذ إن هذه التدفقات النقدية الفائضة تكون كبيرة الحجم في الصناعات الناضجة

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

(صناعة الفولاذ، الصناعات الكيماوية، السجائر، المنسوجات)، وتكون مهمة المديرين إعادة هذه التدفقات النقدية إلى المستثمرين على شكل توزيعات نقدية، إلا إنهم يعملون على إضاعة هذه الأموال في مشاريع غير مربحة، مما يؤدي إلى تدهور ثروة المساهمين، أو قد يلجا المديرون إلى احتجازها كأرباح لعدة أسباب من أهمها (Eun and Risnick, 2009, p. 82):

أ. الاحتياطي النقدي يحقق لمديري الشركة الاستقلال عن أسواق رأس المال ويجنبهم التدقيق والمساءلة.

ب. إن نمو حجم الشركة من خلال الاحتفاظ بالنقدية له تأثير في رفع تعويضات المديرين، حيث إن تعويضات المديرين تعتمد بشكل كبير على حجم الشركة وربحيتها.

ج. المديرون التنفيذيون يمكنهم زيادة قوتهم الاجتماعية والسياسية من خلال زيادتهم لحجم الشركة.

### 2-1-5 أنظمة حوكمة الشركات حول العالم (Corporate Governance Systems Around the World)

لقد سادت في عدة مناطق من العالم العديد من المداخل في تمويل الشركات منذ أن نشأت الرأسمالية، إذ يمكن تتبع تطور الشركات بداية بتلك التي تتميز برأس المال العائلي وحماية حقوق الملكية في بدايات القرن التاسع عشر، مرورا برأس المال الإداري في بدايات القرن العشرين، والذي تميز بحماية أوسع للشركات المساهمة ومحدودة المسؤولية، وصولا إلى رأسمالية نهايات القرن العشرين التي تميزت بحماية مصالح الأقلية والانتشار الواسع للملكية (Clarke, 2005, p. 253). وخلال هذا التطور استخدمت العديد من الطرق في إدارة هذه الشركات، من حيث الشكل

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

والقوانين. وما تزال العديد من دول أسيا تتميز بأنظمة حوكمة قائمة على الملكية العائلية، في حين ما تزال العديد من الدول الأوروبية تتميز بأنظمة حوكمة شركات قائمة على ملكية الإدارة (المديرون). وبالنتيجة هناك نظامان عالميان متوازيان لحوكمة الشركات (Coffee, 2000):

**أ. نموذج الملكية المتشعبة(Dispersed Ownership Model)**

يتميز هذا النموذج بأسواق أوراق مالية ذات سيولة ومعايير إفصاح وشفافية عالية، وقاعدة من المراقبين الخارجين، وهذا ما يعرف بنظام حوكمة الشركات الأنجلو- أمريكي (Anglo- American System).

**ب. نموذج تركز الملكية (Concentrated Ownership Model)**

ويتميز هذا النموذج بأسواق أوراق مالية ضحلة، وضعف في معايير الإفصاح والشفافية، ووجود دور مركزي مسيطر للبنوك الكبرى التي تملك جزءاً من هذه الشركات، وقاعدة مساهمين داخليين مسيطرة، وهذا ما يعرف بنظام حوكمة الشركات الأوروبي والأسيوي.

لقد اهتمت النقاشات المتعلقة بحوكمة الشركات بالمزايا النسبية لكلا النظامين، مع الافتراض الدائم بان النظام الأنجلو – أمريكي ذا الأسواق المالية القوية، ومعايير الإفصاح والشفافية العالية، يمثل أسلوبا أكثر كفاءة في حوكمة الشركات وتمويلها، وهذا الأسلوب سوف يشجع أنظمة الحوكمة في كل من أوروبا وآسيا على التوجه نحو النموذج الأنجلو – أمريكي (McCahery et al., 2002).

ويرى الباحث إن دول آسيا خاصة وكل الأسواق الناشئة من الصعب عليها في هذه المرحلة التوجه نحو نظام الحوكمة الانجلو- أمريكي، نتيجة للظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي تتميز

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

بها هذه الدول. فهي لا تمتلك ذات الظروف التي تتميز بها الدول التي تتبع نظام الحوكمة الانجلو- أمريكي حتى يكون بإمكانهاأن تتشجع ليكون لها حرية الاختيار بين النموذجين. كما إن اختلاف الثقافات وقيم الأعمال بين النظامين سيعمل على تأخر توجهها نحو هذا النظام. وعلى الرغم من الاختلافات بين أهداف وهياكل حوكمة الشركات في هذين النموذجين إلا إنهما يشتركان في مجموعة من نقاط القوة والضعف (Dore, 2003).

فالنموذج الأنجلو – أمريكي لحوكمة الشركات، يدعم توجهات الأسواق الفعالة، ذات رؤوس الأموال السائلة، التي تستطيع اغتنام الفرص السوقية أينما كانت، إذ ساعدت مرونة وسيولة هذه الأسواق الولايات المتحدة الأمريكية، على الهيمنة على أسواق الالكترونيات والخدمات المالية والمتخصصة، مما أعطاها هيمنة اقتصادية عالمية. إلا إن الجانب الضعيف في هذا النموذج هو التذبذب الملازم له، وإجراءات الحوكمة غير المناسبة نتيجة لعمليات الاحتيال والفضائح المالية التي يرتكبها بعض مديري الشركات الكبرى، والتي تعمل في معظم الأحيان على وضع الصناعة الأمريكية وأسواق رأس المال في حالة ذعر وانهيارات دورية، مسببة بذلك خسائر فادحة للمستثمرين فيها (Cernat, 2004).

وفي المقابل فإن الشركات الأوروبية التي تجسدت من خلال نظام الحوكمة الألماني، قد ارتبطت بشكل تقليدي بإستراتيجية تصنيع طويلة الأجل، مدعومة باستثمارات رأسمالية مستقرة، وإجراءات حوكمة قوية، أدت إلى بناء علاقات ثابتة مع أصحاب المصالح الأساسين في هذه الشركات. كما إن أساس التفوق للنظام الاقتصادي الألماني ساعد على نقلها إلى أن تكون من أوائل دول العالم المشهورة في تصدير السلع ذات الجودة العالية والمصداقية مثل، السيارات الفارهه، والآلات

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

الدقيقة، والسلع الكيماوية، والسلع الإلكترونية، إلا إن نقطة الضعف في النموذج الألماني تتمثل في عمق العلاقات مع أصحاب المصالح، والتي تؤدي إلى نقص المرونة، وتجعل من الصعب متابعة المبادرات الجديدة في مجال الصناعة والأعمال، مما أسهم في زيادة التكاليف في هذه الشركات (Lane, 2003).

وعلى النقيض في الشركات الفرنسية والإيطالية، فإن أنظمة حوكمة الشركات فيها، تتميز بسيطرة محلية من قبل الدولة، والعائلات، أو المجموعات الصناعية، حيث إن تركز الملكية يؤدي إلى الاستقرار لفترات طويلة، ويكون مقرونا بعلاقات قوية مع أصحاب المصالح. وقد ساعدت أنظمة الحوكمة في هذه الدول، على تخصصها في صناعات منتقاة ذات نجاح كبير. وعلى سبيل المثال، صناعة الطائرات والسلع الفارهه في فرنسا، وصناعة الملابس في ايطاليا. لكن ضعف المساءلة والسيطرة الهرمية في هذه الدول أضعف أسواق الملكية، لأن قوة العلاقات بين المساهمين المسيطرين، منعت المستثمرين الآخرين من المشاركة في إدارة هذه الشركات (Goyer, 2001).

أما بالنسبة لأنظمة حوكمة الشركات في دول أسيا فإنها تتميز بالتركيز على الشركة، وخاصة العلاقات الدائمة بين المستثمرين، والموظفين، والموردين والعملاء، ففي النظام الياباني هناك علاقة تبعية بين المسيطرين الداخليين في الشركة والبنك الممول، حيث حققت هذه العلاقة استثمارات طويلة الأجل، وكانت مصدرا لنجاح اليابان في تحقيق السيطرة على أسواق أمريكا وأوروبا، في مجال صناعة الإلكترونيات والسيارات. إلا إن الاقتصاد الياباني المزدهر، وصل إلى حافة الهاوية في بدايات التسعينات من القرن الماضي، اذ دفع ضريبة ذلك النجاح بسبب المضاربات الكبيرة الخادعة التي حدثت، مما أضعف أنظمة الحوكمة لشركاتها (Claessens & Fan, 2002) .

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

بينما تميز نظام حوكمة الشركات في دول شرق أسيا، بسيطرة العائلة وتركز الملكية، حيث الإدارة والملكية غير منفصلتين، ومعظم الشركات الكبرى مملوكة من قبل العائلات، وهي عادة غير مدرجة في أسواق الأسهم، وان كانت مدرجة، فإن الإدراج يكون بشكل جزئي، وبالتالي فإن هذه العائلات لن تواجه تحديات هذه الأسواق بسبب حداثتها وعدم تطورها. كما إن السيطرة في هذه الشركات، تحصل من خلال الهياكل الهرمية والتركيز على بناء الثروة في الأجل الطويل. وبالمقارنة مع النماذج الأخرى، فإن الشركات والمعلومات المالية متوافرة بشكل قليل للعامة، مع وجود عدد قليل من العائلات المسيطرة على الاقتصاد، ومشاركة موظفي الدولة بشكل مباشر في إدارة هذا القطاع. ويتبع هذا النموذج كل من، هونج كونج، اندونيسيا، الفلبين، ماليزيا، سنغافورة، كوريا الجنوبية وتايلاند.

### 2-1-6 مبادئ حوكمة الشركات (Principles of Corporate Governance)

قامت مؤسسة التمويل الدولية (IFC) التابعة للبنك الدولي عام 2003 بوضع قواعد ومعايير عامة تراها أساسية لدعم الحوكمة في المؤسسات على تنوعها، سواء أكانت مالية أم غير مالية، وذلك على مستويات أربعة وهي ؛ الممارسات المقبولة للحكم الجيد، خطوات إضافية لضمان الحكم الجيد، إسهامات أساسية لتحسين الحكم الجيد محليا، والقيادة (شاكر، 2005).

كما وتعتبر مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية حول حوكمة الشركات (OECD, 1999, 2004) من أهم المعايير المؤثرة في حوكمة الشركة، حيث تم إقرارها عام (1999) بعد اجتماع مجلس (OECD). ومنذ الموافقة على هذه المبادئ فقد أصبحت تشكل أساسا لكل المبادرات المتعلقة

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

بحوكمة الشركات في كل دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية والدول الأخرى، وفي عام (2004) تمت إعادة النظر في هذه المبادئ، على ضوء الاهتمامات والتطورات الجديدة، لمساعدة كل من الدول الأعضاء وغير الأعضاء في المنظمة، لتطوير الأطر القانونية والمؤسسية لتطبيق الحوكمة المؤسسية في كل من الشركات العامة أو الخاصة، سواء المدرجة أو غير المدرجة في أسواق المال (اتحاد المصارف العربية، 2003).

وقد تضمنت هذه المبادئ ما يلي: (OECD, 2004)

أ. ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركةيشجع على شفافية وكفاءة الأسواق، وان يكون متوافقا مع أحكام القانون، ويحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية".

ب. ضمان حقوق المساهمين والوظائف الرئيسة لأصحاب حقوق الملكيةمن خلال توفير الحماية للمساهمين وتسهيل ممارسة حقوقهم.

ت.ضمان المعاملة العادلة لكافة المساهمين بما فيهم الأقلية والمساهمين الأجانب وإتاحة الفرصة لكافة المساهمين بالحصول على تعويض فعال عن انتهاك حقوقهم.

ث.الاعتراف بحقوق أصحاب المصالح كما يرسيها القانون وتشجيع التعاون بين الشركات وأصحاب المصالح في مجال توليد الثروة وفرص العمل.

ح. ضمان تحقيق الإفصاح والشفافية في الوقت الملائم بشان كافة المسائل المتصلة بتأسيس الشركة، وموقفها المالي، والأداء، والملكية، وأسلوب ممارسة السلطة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ج. ضمان صلاحيات مجلس الإدارة والرقابة عليه (مساءلته).

هذه المبادئ عكست قبولا عالميا، بسبب أهمية حوكمة الشركات في إسهامها في حيوية واستقرار الاقتصاد (Jesover & Kirkpatrick, 2005)، فالعدالة، الشفافية، المحاسبة والمساءلة هي مبادئ ضد الممارسات غير السليمة للحاكمية، مصممة لتناسب كافة المؤسسات سواء أكانت عامة، أم خاصة، أم مملوكة للدولة، أو إنها تقع ضمن شكل أخر من أشكال الملكية والإدارة.

وتهتم هذه المبادئ بحقوق المساهمين من حيث العدالة في المعاملة، ودور أصحاب المصالح في الشركة، والشفافية والإفصاح ومسؤوليات مجلس الإدارة. فقد قدمت قواعد محددة إلى صناع القرار والمنظمين والمشاركين في الأسواق لتحسين الإطار القانوني والتنظيمي الذي يشكل حوكمة الشركة، والتركيز بالذات على الشركات المساهمة العامة. بالإضافة إلى إن هذه المبادئ تقدم إجراءات عملية واقتراحات إلى البورصات، والمستثمرين، والشركات والأطراف الأخرى الذين لهم دور في عملية تطوير الحوكمة المؤسسية الرشيدة (Jesover & Kirkpatrick, 2005).

إن هذه المبادئ تشكل جزءا من محتوى الاقتصاد الكلي ويمارس فيه الإطار القانوني والمؤسسي دورا أساسيا في تزويد المشاركين من القطاعين الحكومي والخاص بنظام حوكمة رشيدة (Iu & Batten, 2001) . وحيث إن إعلان الأمم المتحدة المتعلق بسلوك الشركات، والذي يصنف المسؤولية في الشركات يعتبر غير ملزم، ولا يتضمن أية آليات، وأيضا وفي ظل غياب قانون ملزم للشركات يتم تطبيقه على أية مؤسسة تتمتع بصفة الأعمال في العالم، فإن مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية تعمل كإطار معياري لهذا الغياب، حيث يمكن تصنيف هذه المبادئ على أنها تعليمات بسيطة (Abbott & Snidal, 2000)، بمعنى أنها قانونيا غير ملزمة إلا إنها مؤثرة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

أما في الدول النامية فإن هذه المبادئ تعمل على شكل مذكرات تساعد على تأكيد وتعزيز الممارسات الأفضل للحوكمة. أما في الدول المتطورة فإن هذه المبادئ تعمل بشكل خطة مستقبلية نحو إنشاء اقتصاد يتميز بالقوة والثقة (Reid, 2003). وقد استخدمت هذه المبادئ بشكل واسع من قبل البنك الدولي، كإطار لسياسة الحوار التي تشجع على تحسين حوكمة الشركات على المستوى الإقليمي، وعقد حلقات النقاش في كل من أسيا وأمريكا اللاتينية وجنوب شرق أوروبا وروسيا، وقد تم عقد هذه الحلقات بشكل متكرر في الدول غير الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وقد أدى أيضا تشجيع الدول الكبرى السبع على اعتماد معظم دول أسيا لهذه المبادئ كمرجع، على الرغم من الاختلاف الواسع في البيئة القانونية والاقتصادية والثقافية لهذه الدول (Jesover & Kirkpatrick, 2005).

ويرى الباحث إن الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية تميل إلى تطبيق نظام الحوكمة الأوروبي، إذ إن عددا لا باس به من هذه الشركات تغلب عليها الملكية العائلية، وخاصة القطاع المصرفي، كما انه لوحظ على الشركات الصناعية عينة الدراسة إن عددا منها يمتاز بالملكية العائلية. وهذا يؤدي إلى تركز الملكية وسيطرة العائلة على قرارات هذه الشركات، مما يبعدها عن التطبيق السليم لمبادئ الحوكمة، وبالتالي اعتمادها على مزايا النظام الأوروبيأكثر من اعتمادها على مزايا ومعايير نظام الحوكمة الانجلو- أمريكي.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

## 2-1-7 حوكمة الشركات في الأردن( Corporate Governance in Jordan)

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بقواعد وتطبيقات حوكمة الشركات في الأردن ، وفي سياق هذا الاهتمام وبمبادرة من البنك الدولي، فقد تم تشكيل فريق وطني من المستشارين لعمل دراسة لتقييم ودراسة البيئة التشريعية في الأردن، ومدى التزام الأطر القانونية والتنظيمية والرقابية للقوانين الأردنية بالقواعد والمعايير الدولية لحوكمة الشركات، وقد هدفت هذه الدراسة إلى تقييم القواعد التي تضمن التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات في الأردن، وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من أهم نقاط القوة والضعف في مجال تطبيق قواعد حوكمة الشركات في كل من قطاع المال والشركات، إذ أشارت إلى إن مفهوم ومبادئ حوكمة الشركات في الأردن منصوص عليه في العديد من القوانين الأردنية ومنها، قانون الشركات رقم (22) لسنة 1997 وتعديلاته لسنة 2002، قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002 ، قانون البنوك رقم (28) لسنة 2000، قانون تنظيم مهنة المحاسبة القانونية رقم (73) لسنة 2003 ، بالإضافة إلى عدد من القوانين والأنظمة التي ترتبط بصورة مباشرة أو غير مباشرة بحوكمة الشركات في الأردن (الموقع الإلكتروني لوزارة الصناعة والتجارة الأردنية).

إن بيئة الأعمال الأردنية تنطوي نسبيا على أسس وقواعد مناسبة لاعتماد نظم حوكمة فعالة، نظرا لتوافر البيئة التشريعية، ونظام مصرفي سليم، وسوق رأس مال منظم، ومعايير الإفصاح والشفافية، ومعايير المحاسبة الدولية، والمعايير الدولية للتدقيق، وإفصاح وشفافية عملية الخصخصة، وتوافر حماية لحقوق الملكية، ونظام قضائي متطور، ورقابة صادقة على غسيل الأموال (الهنيني، 2005).

ويرى الباحث بأنه على الرغم من توافر البيئة التشريعية لتطبيق معايير الحوكمة المؤسسية بشكل

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

رشيد، إلاإن الشركات الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للأوراق المالية بشكل عام، والشركات الصناعية بشكل خاص، لم تصل إلى مرحلة التطبيق الفعلي لهذه المعايير، وعلى اثر ذلكألزمت هيئة الأوراق المالية الشركات الأردنية المدرجة في هذا السوق بتطبيق معايير الحوكمة منذ بداية عام 2004 ، وفرضت على الشركات المخالفة الغرامات المالية، حيث لم تطبق هذه الشركات معايير الحوكمة المؤسسية قبل هذا الإلزام. ولذلك كان من الصعوبة على الباحث أن يتناول كافة أدوات الحوكمة الداخلية ضمن دراسته لعدم توافر معايير الإفصاح.

وخلال المؤتمر الخاص بحوكمة الشركات الذي عقد في عمان يوم 14 شباط 2005 برعاية هيئة الأوراق المالية، فقد تناول البنك الدولي موضوع الحوكمة في الشركات الأردنية، من حيث مقارنتها بمستويات الحوكمة المعمول فيها في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) والمتوسط العالمي، وقد كانت النتائج كما يلي: (World Bank, 2005)

أ. الأردن يتفوق على المتوسط العالمي في خمسة عشر معيارا للبنك الدولي، إلا إن هناك بعض المجالات التي ما تزال بحاجة إلى تطوير وخاصة فيما يتعلق بقانون الشركات، وحقوق المساهمين، ومسؤوليات أعضاء مجلس الإدارة، والفصل بين مسؤوليات المديرين التنفيذيين وغير التنفيذيين داخل المجلس.

ب. البيئة التنظيمية في الأردن تشهد تقدما واسعا، حيث تم تعزيز سلطة هيئة الأوراق المالية بموجب المادة السابعة من الفصل الثاني من قانون الأوراق المالية لسنة 2002.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ج. قدم البنك الدولي اقتراحا بوضع مدونة لحوكمة الشركات في الأردن، وتدريب المديرين وأعضاء مجالس الإدارة على أدوارهم وواجباتهم ومسؤولياتهم القانونية، بالإضافة إلى إيجاد معهد للإدارة العليا وتنظيم تدقيق الحسابات.

### 2-1-8 أدوات حوكمة الشركة (Corporate Governance Instruments)

لقد شاعت عدة تسميات للوسائل المتعلقة بحوكمة الشركة الداخلية والخارجية، وعلى سبيل المثال فقد استخدم عدد من الباحثين كلمة آليات (Mechanisms) للدلالة على الوسائل المستخدمة في رقابة الشركة، لتخفيض تكاليف الوكالة ومنهم على سبيل المثال (Claessens & Fan, 2002) بينما استخدم بعض الباحثين كلمة أدوات (Instruments) للدلالة أيضا على نفس المفهوم السابق ومنهم على سبيل المثال (Adewuyi & Olowookere, 2009)، وسيستخدم الباحث في هذه الدراسة مصطلح أدوات (Instruments) كونه الأكثر تعبيرا عن الوسائل المستخدمة في التخفيف من تضارب المصالح وعلاج مشكلة الوكالة.

إن أدوات الحوكمة تعد إحدى الوسائل التي تساعد على حل مشكلة الوكالة، التي تنشأ بسبب تضارب المصالح بين كل من المديرين والمساهمين، وما ينتج عنها من تكاليف يتحملها المساهمون تؤدي إلى خسارة لثرواتهم وعدم قدرتهم على استعادتها. وحل مشكلة الوكالة يعتبر مهما للمجتمع، إذ إن هذه المشكلة تسهم في هدر الموارد النادرة، وتعيق عمل أسواق رأس المال، وتؤخر النمو الاقتصادي (Eun & Resnick, 2009, p. 83)، وبناءً عليه فإن هناك عدداً من أدوات الحوكمة

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

التي يمكن استخدامها للسيطرة على مشكلة الوكالة وتخفيض أثارها، ويمكن تقسيمها إلى أدوات داخلية وخارجية (Ramly & Rashid, 2010) :

**2-1-8-1 الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة (Internal Corporate Governance Instruments)**

**أولا: مجلس الإدارة (Board of Directors)**

إن احد أهم اللاعبين الأساسين في حوكمة الشركة هو مجلس الإدارة، فهو المسئول عن الإشراف على جميع إجراءات الحوكمة بالشركة وخاصة فيما يتعلق بالرقابة الداخلية، من حيث تقديم التقارير عن كفاءة نظام الرقابة الداخلي، وهو أحد بنود لجنة كادبوري (Cadbury, 1992)، وعموما فإن مسؤوليات مجلس الإدارة تتمثل فيما يلي (OECD, 2002):

- العمل على تحقيق مصالح الشركة والمساهمين من خلال تطبيق القواعد السليمة وتوافر المعلومات الكاملة عن نشاطات الشركة.
- العمل على تحقيق المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين، وخاصة عندما تنتج تأثيرات متباينة لقرارات المجلس على مختلف فئات المساهمين.
- أن يضمن المجلس التوافق بين قوانين الشركة والقوانين والأنظمة السارية، وأن يأخذ في الاعتبار اهتمامات كافة أصحاب المصالح.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- التأكيد على إستراتيجية الشركة والعمل على تطبيقها وتطويرها ومتابعتها من خلال تحديث الخطط والسياسات.
- وضع أهداف الأداء للشركة ومتابعة تنفيذها ومن ثم قياسها.
- الإشراف على نشاطات الإنفاق الرأسمالي وعمليات الاستحواذ وبيع الأصول.
- العمل على اختيار التنفيذيين الرئيسين وتحديد الأجور والمزايا الممنوحة لهم.
- متابعة وإدارة صور تضارب المصالح المختلفة بين الإدارة التنفيذية، ومجلس الإدارة، والمساهمين.
- ضمان سلامة التقارير المحاسبية والمالية للشركة من خلال ضمان وجود مراجع مستقل وأنظمة رقابة ملائمة.
- الإشراف على عملية الإفصاح بكل ما يتعلق بالمركز المالي للشركة وممارسات الحوكمة فيها.
- التقييم الموضوعي لشؤون الشركة بشكل مستقل عن الإدارة التنفيذية.

وعادة يتم انتخاب أعضاء مجلس الإدارة من قبل المساهمين، ويشكل هذا المجلس خط الدفاع الأول ضد أية محاولة لتجريد المالكين من ثرواتهم من قبل المديرين المتخصصين. وفي الحقيقة فان قيمة إسهامات مجلس الإدارة في تحقيق الثروة للمساهمين والمالكين هي محل جدل واسع (Ramly & Rashid, 2010)، وفي معظم الدراسات التي تناولت موضوع حوكمة الشركات، فقد تم تناول تركيبة مجلس الإدارة (Board Structure) من حيث، حجم المجلس، استقلالية المجلس، الفصل

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

بين منصب رئيس المجلس ومنصب الرئيس التنفيذي، وملكية أعضاء المجلس لأسهم الشركة، وسيتم تناول كل جانب من هذه الجوانب كما يلي:

**(1) حجم مجلس الإدارة(Board Size)**

إن أحد المواضيع الهامة المرتبطة بتركيبة مجلس الإدارة هو عدد أعضائه، والذي نال اهتمام العديد من الدراسات، ويقصد به عدد المديرين الأعضاء المشكلين للمجلس (Ramly & Rashid, 2010). ويعتبر حجم المجلس من أدوات الحوكمة الداخلية الهامة في تحقيق الرقابة الداخلية على أعمال الشركة، كما أظهرت الدراسات بان هناك ارتباطا بين حجم المجلس والأداء (Anderson, et al, 2004).

وقد أشار (Jensen, 1993) إلىإن حجم المجلس غالبا ما يكون أكبر مما هو مطلوب لكي يعمل بفاعلية، وكلما زاد عدد أعضاء المجلس كلما أدى ذلك إلى زيادة التضارب بين المصالح للتوافق على قرار مناسب. وان هناك حجما مثالياً لهذا العدد، وإذا تم تجاوز هذا الحجم فإن قيمة الشركة سوف تنخفض. وقد اقترح (Brown & Caylor, 2004) بان عدد أعضاء مجلس الإدارة الذي يقع بين ستة أعضاء وخمسة عشر عضوا يعتبر الأفضل في تحسين أداء الشركة.

أما في الأردن فإن عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة المساهمة العامة قد تم تحديده بموجب قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997 وتعديلاته لسنة 2002 ووفق المادة 132/ أ بان لا يقل عن ثلاثة أعضاء ولا يزيد على ثلاثة عشر عضوا.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

### (2) استقلالية مجلس الإدارة (Board Independence)

لقد أولت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD, 2004) أهمية خاصة لمسؤوليات مجلس الإدارة ضمن مبادئ الحوكمة من حيث الإشراف على الإدارة ومتابعة مسؤولياتها وواجباتها نحو المساهمين والشركة، وركزت هذه الأهمية على طبيعة أعضاء المجلس وقدرتهم على ممارسة الأحكام الموضوعية في شؤون الشركة، وتمتعهم بالاستقلال عن الإدارة، وذلك من خلال قيام المجلس بتعيين عدد من المديرين غير التنفيذيين ضمن أعضائه، لديهم القدرة على إصدار الأحكام المستقلة في المهام التي يحدث فيها تضارب المصالح. وحاليا فإن العديد من الدول لا تطالب فقط بزيادة أعداد المديرين غير التنفيذيين في المجلس، وإنما تؤكد أيضا على أن يكونوا مستقلين. وعلى سبيل المثال فإن لجنة الإئتمان العام والشركات الخاصة الأمريكية قد اقترحت بأن يكون جزء من أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من المديرين المستقلين، وكذلك الحال في قانون (Sarbanes-Oxely Act, 2002) ، الذي اقترح أن يكون احد الأعضاء المستقلين في المجلس من لجنة التدقيق.

وتمارس استقلالية مجلس الإدارة دورا هاما في عملية الحد من تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين، والحد من قدرة المديرين على توجيه موارد الشركة نحو مصالحهم الشخصية، دون الأخذ بعين الاعتبار مصالح الملاك والمساهمين، وهناك ثلاث خصائص رئيسة يمكن الاعتماد عليها للوقوف على استقلالية مجلس الإدارة (الفار، 2006) وهي:

- أن يضم مجلس الإدارة أعضاء غير تنفيذيين (أعضاء مستقلين من خارج الشركة).

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- أن يتم فصل الأدوار الرئيسة بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي.
- وجود لجنة تعيين أو ترشيح للوظائف مستقلة.

وتعتبر استقلالية أعضاء مجلس الإدارة من المزايا التي تفضلهم على الأعضاء الآخرين، إذ إن أعضاء المجلس غير المستقلين تتوافر لديهم القدرة على التصرف وفق مصالحهم، بينما أعضاء مجلس الإدارة الذين لا يشغلون وظائف تنفيذية، يسعون إلى تحسين سمعتهم فيما يتعلق بقدرتهم وخبرتهم في الرقابة على القرارات الإدارية (Fama & Jensen, 1983). وتشير دراسة (Dechow et al, 1996) إلى إن الشركات التي لديها نسبة عالية من الأعضاء غير التنفيذيين في المجلس، أقل تعرضا على العقوبات المفروضة من قبل هيئة الأوراق المالية الأمريكية (SEC).

**(3) الفصل بين منصب رئيس المجلس ومنصب الرئيس التنفيذي (CEO/Chairman Separation)**

إن عملية الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب الرئيس التنفيذي للشركة يشير إلى استقلالية مجلس الإدارة عن الإدارة التنفيذية، إذ إن عملية الجمع بين المنصبين ستؤدي إلى إساءة استخدام السلطة من قبله كرئيس للمجلس ورئيس تنفيذي. إن عملية الفصل تشير إلى دور هام في فاعلية وكفاءة المجلس، وهذا ما أكد عليه الباحثون في دراساتهم (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993). وقد أكدت بعض الدراسات أيضا على إن إسناد منصب الرئيس التنفيذي ومنصب رئيس مجلس الإدارة على شخص واحد يرتبط بعلاقة سلبية مع أداء الشركة (Bozec & Dia, 2007)، بينما أكدت بعض الدراسات الأخرى على وجود نتائج تجمع بين الأثر الإيجابي

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

والسلبي للجمع بين المنصبين، فعلى سبيل المثال فإن عملية الجمع بين المنصبين تؤدي إلى تركز للقيادة في نقطة واحدة، وعدم الحاجة على وجود اتصالات بين الرئيس التنفيذي ورئيس المجلس، وتوافر المعلومات الكاملة لدى شخص واحد، مما يؤدي إلى وضوح مهمة وإستراتيجية الشركة وبالتالي تحسن أدائها، لكن في نفس الوقت فإن عملية المحاسبة تصبح غاية في الصعوبة، إذ كيف سيقوم رئيس المجلس والذي هو نفسه الرئيس التنفيذي بمحاسبة نفسه عن نتائج القرارات الخطأ التي تصدر عنه بصفته الرئيس التنفيذي، كما إن عملية الجمع هذه ستؤدي إلى فشل أنظمة الرقابة الداخلية، نتيجة عدم قدرة أعضاء المجلس على مراقبة وتقييم الأداء الضعيف للرئيس التنفيذي، وبالتالي عدم قدرتهم على استبداله(Dalton et al, 2004; Kang & Zardkoohi, 2005) .

أما فيما يتعلق بالتشريعات الأردنية، فلم تشترط تعليمات الإفصاح ولا قانون الشركات الأردني ضرورة الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير العام، وقد نصت المادة 152 فقرة (ج) من قانون الشركات رقم (22) لسنة 1997 وتعديلاته على انه "يجوز تعيين رئيس مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة أو أي من أعضائه مديرا عاما للشركة أو مساعدا أو نائبا له بقرار يصدر عن أكثرية ثلثي أصوات أعضاء المجلس في أية حالة من هذه الحالات على إن لا يشترك صاحب العلاقة في التصويت" .

**(4) ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة (Board Equity Ownership)**

يتكون مجلس الإدارة من عدد من الأعضاء المنتخبين من قبل المساهمين، بالإضافة إلى الأعضاء المستقلين الذين يتم تعيينهم من قبل المجلس، فقد يمتلك بعض من الأعضاء عددا من أسهم

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

الشركة.هذه الملكية تعمل على التقليل من تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين لوجود مصالح مشتركة فيما بينهم(Ashbaugh et al, 2006). وقد أشار (Jensen, 1993) إلى أنه كلما زادت ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، أدى ذلك إلى تحسن في أدائهم الرقابي على أعمال الإدارة وإنجاز المسؤوليات الموكلة إليهم، ويتفق مع هذه النتيجة ما توصل إليه (Yermack, 2003) بان أسهم المديرين والمكافآت على شكل الخيارات (Option) ترتبط بعلاقة إيجابية مع الفرص الاستثمارية ومن ثم أداء الشركة.

هذا وقد ورد في البند رقم (6) من تعليمات الإفصاح والمعايير المحاسبية الصادرة استنادا إلى قانون الأوراق المالية الأردني رقم 23 لسنة 1997 بأن على الشركات المساهمة تزويد هيئة الأوراق المالية بعدد الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة والمملوكة من قبل أي عضو من أعضاء مجلس الإدارة وأشخاص الإدارة التنفيذية في الشركة.

**ثانيا: تعويضات المديرين (Executive Compensation)**

لقد اهتمت معظم الدراسات بالطرق التي يتم من خلالها تحفيز المديرين على العمل لصالح المساهمين والملاك في الشركة، فإذا قام المديرون بالتصرف في حقوق المساهمين وأموالهم وفق ما يرونه مناسبا، فإن ذلك سيؤدي إلى خلق التضارب بين المصالح. وبما أن المديرين لا يمتلكون عادة نسبة عالية من أسهم الشركة، فإن ذلك سيحد من حريتهم بالتصرف بحقوق المساهمين حسب أهوائهم، وبالتالي لن يستفيدوا من الأرباح التي يحققونها نتيجة جهودهم وخبراتهم، وفي هكذا وضع فان المديرين لن يكون لديهم الرغبة في تعظيم ثروة المساهمين، مما يخلق مشكلة الوكالة. وتجنبا

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

لهذه المشكلة، فإن العديد من مجالس الإدارة في الشركات تعمل على تشكيل لجان مستقلة لإقرار الحوافز للمديرين مثل، الأسهم وخيارات الأسهم، من أجل التوفيق بين مصالح المديرين والمساهمين، بحيث تعمل هذه الحوافز على دفع المديرين إلى إدارة الشركة بطريقة تعمل على تعزيز الأسهم التي يملكونها وثروة المساهمين(Eun & Resnick, 2004, p. 478).

هذا وقد ورد في البند رقم (6) من تعليمات الإفصاح والمعايير المحاسبية الصادرة استنادا إلى قانون الأوراق المالية الأردني رقم 23 لسنة 1997، بأن على الشركة المساهمة العامة تضمين تقريرها السنوي بالمكافآت والمزايا التي حصل عليها أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية في الشركة.

**ثالثا: هيكل الملكية (Ownership Structure)**

لقد أشار (Jensen, 2000) إلى إن هيكل الملكية يعتبر أحد العناصر الرئيسة الهامة في تحديد أهداف الشركة، وثروة المساهمين وتصرفات المديرين الانتهازية، وانه بشكل عام فإن هناك فصلاً بين الملكية والإدارة في معظم الشركات المساهمة العامة، إلا انه نادرا ما يكون هذا الفصل بشكل كلي في أية شركة، فبعض الأحيان يملك المديرين جزءا من أسهم الشركة، وهذه الملكية تجعل منهم مديرين مالكين فيها، وهذا يساعد على تغيير عقليتهم من مجرد مديرين، إلى مديرين مالكين في الشركة، وإذا تميزوا بعقلية المديرين المالكين، فإن ذلك يدفعهم إلى بذل المزيد من الجهد للبحث عن النشاطات التي تولد القيمة والتي تنعكس على ثروتهم أيضا.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

وهناك العديد من التقسيمات والتصنيفات لهيكل الملكية في الشركة، ويمكن اعتماد التصنيفات الآتية (Ramly & Rashid, 2010):

**(1) ملكية كبار المساهمين (Block Shareholders Ownership)**

وهم المساهمون الذين يملكون جزءا من أسهم الشركة، ويمارسون تأثيرا على المديرين، من حيث الالتزام بالعمل نحو تعظيم الثروة، وعادة يحاول المديرين التقليل من سلوكاتهم المتعلقة بمصالحهم الشخصية، نتيجة التأثير الذي يمكن أن يمارسه المساهمون عليهم من حيث، الاستغناء عن خدماتهم بسبب سلطة التصويت التي يكتسبونها نتيجة ملكيتهم لهذه الأسهم (Ramly & Rashid, 2010). إن تركز الملكية يمكن أن يولد عمليات غير كفؤه داخل الشركة، وخاصة عندما يرغب الملاك في تحقيق عوائد قصيرة الأجل، بدلا من تعظيم الربح على المدى الطويل، وهذا بسبب تشجيعهم للمديرين على الدخول في استراتيجيات خطرة قصيرة الآجل لا تهدف إلى تخفيض التكاليف، كما إن كبار المساهمين يمكن أن يتواطؤوا مع المديرين لسلب حقوق صغار المساهمين (الأقلية)،من خلال الحصول على رواتب مرتفعة، القيام بمعاملات شخصية داخل الشركة، استخدام مراكزهم نحو توجيه الشركة لسياسات تصب في مصالحهم الشخصية، وهذا ما يعرف بفرضية التجريد (Lange & Sharpe, 1995).

أما على مستوى البيئة الأردنية ولدى الرجوع إلى تعليمات الإفصاح والمعايير المحاسبية الخاضعة إلى رقابة هيئة الأوراق المالية لسنة 1998 والصادرة استنادا إلى قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997، فقد ورد في البند رقم (3) من هذه التعليمات: عند الإدراج مع مراعاة ما ورد في

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

تعليمات إدراج وإيقاف أسهم الشركات المساهمة العامة، تزويد الهيئة بمجموعة من البيانات ومنها، أسماء كبار مالكي الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة وعدد الأوراق المالية المملوكة من قبل كل منهم، إذا كانت تشكل 5% أو أكثر من تلك الأوراق المالية المصدرة، كما تضمن البند (6) من نفس التعليمات والخاص بالتقرير السنوي للشركة المساهمة العامة، أن يتضمن إفصاحا عن أسماء كبار المساهمين لأسهم الشركة المصدرة، وعدد الأسهم المملوكة لكل منهم إذا كانت هذه الملكية تشكل ما نسبته 5% فأكثر.

**(2) ملكية المؤسسات (Institutions Ownership)**

وهي تمثل المؤسسات التي تمتلك نسبة من أسهم الشركة مثل، شركات التأمين وصناديق الاستثمار والبنوك والضمان الاجتماعي. وتعد من إحدى أدوات الحوكمة الفاعلة في التأثير على مجلس الإدارة في الشركة، من خلال دفعه نحو العمل على التوفيق بين مصالح المديرين ومصالح هذه المؤسسات. وتحاول هذه المؤسسات قدر الإمكان عدم التدخل بشكل كبير في إدارة النشاطات اليومية للشركة نتيجة العلاقات الكبيرة المميزة مع الشركة (Sarkar & Sarkar, 2000)، وعادة مثل هذه المؤسسات تحاول امتلاك الأسهم في الشركات التي تشترك معها بنفس الأهداف والغايات (Li & Simerly, 1998).

**(3) الملكية العائلية (Family Ownership)**

ويقصد بها تلك الشركات التي تكون مملوكة من قبل العائلة، حيث تضارب المصالح بين المديرين والملاك فيها ضعيف جدا، بسبب عدم الفصل بين الملكية والإدارة، وهذا يعني تناسقاً أقوى

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

للمعلومات. وتوافقاً اكبر بين مصالح المديرين والملاك، بالإضافة إلى إن الملكية العائلية لديها الحافز القوي لمراقبة أداء المديرين، بسبب إن ثروة العائلة مرتبطة بشكل مباشر بمصلحة ورفاهية الشركة. وتتميز الشركات المملوكة من قبل العائلات بالاستثمارات ذات الأجل الطويل والتي تساعد على الحد من ميول المديرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية عديمة الفائدة ( Ramly & Rashid, 2010).

**(4) ملكية الحكومة (Government Ownership)**

يمكن أن تكون الحكومة من أهم مساهمي الشركات العامة في بعض الدول، وقد تتملك نسبة مسيطرة من أسهم هذه الشركات، نتيجة الاستثمارات الهائلة التي تملكها، وخاصة الصناديق الاستثمارية (التقاعد والادخار).  فقد تركز الحكومة على النشاطات الاستثمارية التي تولد القيمة لدعم القطاع الاقتصادي وتحقيق النمو والرفاهية للمجتمع. كما إن الحكومة لديها الحافز القوي، والقدرة المالية على إدخال الخبراء وخاصة محللي الاستثمار، لمراقبة الشركات وتدقيق أدائها (Ramly & Rashid, 2010).

**رابعا: لجنة التدقيق الداخلي (Internal Audit Committee)**

لقد عرف معهد المدققين الداخليين ((The Institute of Internal Auditors (IIA) التدقيق الداخلي بأنه "عبارة عن نشاط مستقل، موضوعي، واستشاري، مصمم لإضافة القيمة وتحسين عمليات الشركة، كما ويساعد الشركة على إنجاز أهدافها من خلال مدخل انضباطي منظم، لتقييم وتحسين فعالية عمليات إدارة المخاطر، وعمليات الرقابة والحوكمة". وبناءً على هذا التعريف تعتبر

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

عملية الإشراف على إعداد البيانات المالية للشركة من الواجبات الأساسية المناطة بلجنة التدقيق الداخلي، إذ تقوم هذه اللجنة بمتابعة وتقييم أنظمة الرقابة الداخلية، وهي تعد من أدوات الحوكمة الداخلية المهمة في الشركة، وتعتبر استقلالية لجنة التدقيق من أهم التوصيات التي جاءت بها لجنة (Blue Ribbon Committee, 1999)، لتحسين فعالية التدقيق الداخلي، ويعتمد نجاح لجنة التدقيق بالدرجة الأولى على الخبرات والخصائص التي يتمتع بها أعضاء اللجنة، والمعرفة المالية، والأكثر من ذلك الاستقلالية.

### 2-8-1-2 الأدوات الخارجية لحوكمة الشركة (External Corporate Governance Instrument)

#### أ. رقابة الأسواق للشركة (Market for Corporate Control)

تعتبر رقابة السوق للشركة أداة أكثر تأثيرا من المستثمرين في الشركة أو مجلس إدارتها، إذ تمارس أسواق رأس المال ضمن أنظمة الحوكمة الخارجية دورا هاما في التأثير على سلوك المشاركين في إطار حوكمة الشركة. فعندما تفشل الإدارة في تعظيم ثروة المساهمين فإن هذا يعرض الشركة إلى مخاطر الاستحواذ ويؤدي إلى تغيير الإدارة غير الكفؤة، فعلى سبيل المثال في بريطانيا، وخلال العقد الماضي فإن متوسط عدد حالات الاندماجات والاستحواذ التي وقعت سنويا حوالي (200) حالة، لكن مقارنة مع ألمانيا فإن عدد حالات الاندماجات والاستحواذ قد بلغت خمسين حالة. أما في الولايات المتحدة الأمريكية، فإنها تتميز بسوق نشط لرقابة الشركة، ودليل ذلك العدد الكبير لحالات الاستحواذ والاندماج التي حصلت فيها، فعلى سبيل المثال في أواسط الثمانينات بلغت قيمة

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

الاندماجات الكلية فيها واحد تريليون دولار، وهذه القيمة تشكل نسبة 40% من المتوسط السنوي لرأس مال السوق، ولذلك مثل هذه التهديدات تعتبر أداة تأديبية كافية للتقليل من تصرفات المديرين الانتهازية .(Eun & Resinck, 2004, pp.480-481)

**ب. النظام القانوني (Legal System)**

تمارس البيئة القانونية والتعليمات ضمن البلد الواحد دورا هاما في تفعيل أطر حوكمة الشركات، فعندما يضع المستثمرون أموالهم في الشركة، فإنهم يتوقعون الحصول على حقوق محددة ومحمية من قبل القانون، ومن بينها على سبيل المثال، اختيار أعضاء مجلس الإدارة والحصول على التوزيعات النقدية. والمشاركة في اجتماعات المساهمين، بالإضافة إلى الحق في مقاضاة الشركة ضد أية محاولة لتجريدهم أموالهم، ومثل هذه الحقوق تمكن المستثمرين من تحقيق عوائد عادلة على استثماراتهم. لكن وبسبب الاختلافات بين الدول من حيث البيئة القانونية والحماية للمستثمرين تبرز الاختلافات في قوة وضعف الأدوات الخارجية لحوكمة الشركة (Eun & Resinck, 2004, p.481).

لقد حدد (La Porta et al., 2000)، أهمية حماية المستثمر، وأكدوا على إن هناك العديد من الدول يتميز فيها المساهمون الكبار بالقدرة على تجريد ثروات صغار المساهمين، ولذلك اقترحوا وجود أنظمة حماية قوية للمستثمرين، تنسجم مع الأنظمة القانونية للدولة، بحيث تقدم أمانا اكبر لحقوق حملة الأسهم.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

## 2-2 رأس المال العامل (Working Capital)

### 2-2-1 تمهيد

ركزت الدراسات المتعلقة بتمويل الشركات بشكل تقليدي على دراسة القرارات طويلة الأجل وبالذات الاستثمار، هيكل رأس المال، التوزيعات أو قرارات تقييم الشركة، إلا انه بدا جليا بان رأس المال العامل قد حظي بأهمية نسبية، على الرغم من النسبة الأكبر من حالات فشل الشركات تعود إلى ضعف القرارات المتعلقة برأس المال العامل. لذلك فإن الأصول والخصوم قصيرة الأجل تعتبران عناصر مهمة من إجمالياأصولالشركة ، وان إدارتهما بحاجة إلى الفحص والتحليل بعناية، خاصة وإن إدارة رأس المال العامل تمارس دورا مهما في ربحية الشركة ومخاطرها وكما هو الحال في قيمتها (Abdul Raheman et al., 2010).

إن الكفاءة في إدارة رأس المال العامل تعتبر جزءا أساسيامن إستراتيجية الشركة الكلية لتحقيق القيمة للمساهمين، حيث تحاول الشركات أن تحقق مستوى مثاليا من رأس المال العامل لتعظيم هذه القيمة (Afza and Nazir, 2007).

وفي الواقع العملي فإن إدارة رأس المال العامل أصبحت تشكل أحد أهم المواضيع في إدارة الشركات،وأصبحت تستحوذ على معظم وقت المدير المالي من أجل تحديد العناصر الأساسية لرأس المال العامل وتحديد المستوى المناسب منه، ونتيجة لذلك فإن فهم الشركات لهذه العناصر يمكنها من تخفيض المخاطر وتحسين أدائها الكلي(Lamberson, 1995).

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

### 2-2-2 طبيعة رأس المال العامل (The Nature of Working Capital)

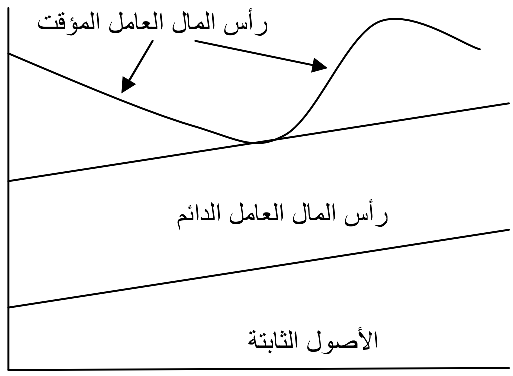
في إطار إدارة رأس المال العامل يتم التمييز بين ثلاثة مفاهيم أساسية وهي: رأس المال العامل، صافي رأس المال العامل، وإدارة رأس المال العامل، فالمفهوم الأول لرأس المال العامل (Working Capital) يعني بالتحديد الأصول المتداولة (Current Assets) وهي النقد (Cash) والأصول النقدية التي يمكن تحويلها إلى نقد خلال سنة واحدة وتشمل: الاستثمار في الأوراق القابلة للتسويق (Marketable Securities) الحسابات المدينة (Receivables)، المخزون (Inventory)، (الزبيدي، 2008، ص. 227).

ويتألف رأس المال العامل من عنصرين رئيسين هما الأصول المتداولة الدائمة والأصول المتداولة المؤقتة أو المتقلبة.الأصول المتداولة الدائمة (Permanent Current Assets)، هي التي تتعلق بالحد الأدنى من الاستثمار في النقد والمخزون والحسابات المدينة اللازمة لمواجهة احتياجات استمرار الشركة في التشغيل على المدى البعيد (الميداني، 2004، ص. 214). أما الأصول المتداولة المتقلبة (Fluctuating Current Assets)فتمثل الأصول المتداولة اللازمة خلال أوقات مختلفة من السنة، وتتغير تبعا لحاجات الشركة الموسمية والتشغيلية (Gitman, 2000, P. 619)، والشكل رقم (2) يوضح كيف تختلف مستويات رأس المال العامل.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**الشكل رقم (2)**

**رأس المال العامل الدائم والمؤقت**




Source:Gallagher, et al., 2000, p. 424.

أما صافي رأس المال العامل (Net Working Capital, NWC) فيعرف بأنه الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، وهذا المفهوم له أهمية مالية إذ إن القيمة الموجبة لصافي رأس المال العامل تمثل حجم الأصول المتداولة التي يتم تمويلها بوساطة مصادر تمويل طويلة الأجل (Gitman, 2000, p. 616)، ولذلك فإن الكثير من كتاب الإدارة المالية يقترحون استخدام اصطلاح إدارة صافي رأس المال العامل، بدلا من إدارة رأس المال العامل، إذ تعنى إدارة صافي رأس المال العامل بإدارة الاستثمار في الأصول المتداولة والخصوم المتداولة (الزبيدي، 2008، ص. 232). وكلما كان للشركة صافي رأس مال عامل موجب دل ذلك على توافر سيولة كافية تستطيع الشركة من خلالها تلبية التزاماتها المالية القصيرة الأجل. ولهذا فإن صافي رأس المال العامل يمثل مقياسا للمخاطرة (أل شبيب، 2007، ص. 345)، والمخاطرة المقصودة هنا، هي

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

مخاطرة السيولة التي تعني، عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية القصيرة الأجل. وعليه فان زيادة صافي رأس المال العامل يؤدي إلى تقليل مخاطرة السيولة من جانب، وفي نفس الوقت مؤشر لتخفيض العائد على الاستثمار وكذلك العائد على حق الملكية، من جانب أخر. وذلك لأن زيادة صافي رأس المال العامل تتطلب تمويلا طويل الأجل والذي يتميز بارتفاع كلفته قياسا بكلفة التمويل قصير الأجل، فارتفاع الكلفة يؤدي إلى انخفاض صافي الدخل وبالتالي انخفاض الربحية ومن ثم انخفاض العائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية. وعلى العكس من ذلك فان الانخفاض في صافي رأس المال العامل يترتب عليه انخفاض السيولة في الشركة وبالتالي ارتفاع مخاطر السيولة وارتفاع العائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية بشكل متزامن (Gitman, 2000, p. 617).

أما فيما يتعلق بمفهوم إدارة رأس المال العامل (Working Capital Management) فهي تشتمل على أربعة قرارات هامة يتوجب على الإدارة اتخاذها وهي (الميداني، 2004، ص. ص 201−202):

أ. تحديد مستوى الاستثمار بالأصول المتداولة (Current Assets) مقارنة مع الأصول الثابتة، وهذا يعني، تحديد نسبة الاستثمارات القصيرة الأجل إلى الاستثمارات الرأسمالية الطويلة الأجل.

ب. تحديد حجم الاستثمار المناسب في كل عنصر من عناصر الأصول المتداولة، مثل تحديد مستوى النقد الأمثل، سياسة البيع الأجل من حيث مقدار الخصم وفترة التسديد، تحديد حجم المخزون والمستويات المثلى منه.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ت. تحديد مستوى التمويل من مصادر قصيرة الأجل مقارنة مع مصادر التمويل الطويلة الأجل.

ث. تحديد مزيج مصادر التمويل القصير الأجل ومقدار الإفادة من الشراء بالدين (الائتمان التجاري Trade Credit).

إن هدف إدارة رأس المال العامل هو المواءمة بين قرارات الاستثمار والتمويل وبالطريقة التي تؤدي إلى تحقيق المبادلة (Trade Off) بين العائد والمخاطرة، بحيث تحقق في النهاية تعظيم ثروة المساهمين (تعظيم قيمة الشركة) (مطاوع، 2001، ص. 169). كذلك فإن عملية اتخاذ القرار تستهدف تعظيم العائد وتخفيض التكلفة وتقليل المخاطرة، وهذا بدوره يتطلب تحديد مستوى الاستثمار المناسب في الأصول المتداولة، ومصدر التمويل الملائم لهذا الاستثمار، وذلك لاختلاف درجة العائد والمخاطرة التي تتعرض لها الشركة باختلاف مستويات الاستثمار وكيفية تمويلها (Oweis, 2001). فالإدارة غير الكفؤة لرأس المال العامل يمكن أن تتسبب في تكاليف باهظة. فالاستثمار بما يزيد على الحاجة في رأس المال العامل سوف يخفض الربحية نتيجة تعطيل رأس المال الذي من الممكن استخدامه في مجال أكثر ربحية، أو قد يعني زيادة التكلفة بسبب اقتراض الشركة مثلا لتمويل هذا الاستثمار، هذا من جهة، ومن جهة أخرى في حالة تخفيض الاستثمار في رأس المال العامل بأقل من الحاجة، فإنه قد يسبب ضياع فرصة للمبيعات بسبب عدم كفاية المخزون لأن البضائع التي يرغب العميل في شرائها تكون غير متوافرة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

### 3-2-2 أهمية إدارة رأس المال العامل (Importance of Managing WC)

تشكل إدارة رأس المال العامل مسألة على قدر كبير من الأهمية للشركة لما توفره من أمان ضد تدهور سيولتها وانخفاض مبيعاتها وبالتالي انخفاض قيمتها في السوق المالي، ويمكن بيان هذه الأهمية لإدارة رأس المال العامل من خلال النواحي الآتية (الميداني، 2004، ص.ص 202-203):

أ- إن توافر رأس المال العامل بالقدر المناسب ضروري من الناحيتين التشغيلية والتمويلية للشركات، فمن الناحية التشغيلية إذا لم يتوافر رأس المال العامل بالقدر الكافي فسوف لن تتمكن الشركة من الإنتاج لمستوى معين من المبيعات، أو إنها لن تستطيع زيادة الإنتاج ليواكب نمو المبيعات، وفي كلتا الحالتين فإن ذلك يفوت على الشركة مبيعات وأرباحا محتملة. أما من الناحية التمويلية، فانه إذا كان هناك نقصٌ في رأس المال العامل فسوف يؤدي إلى تباطؤ الشركة في تسديد التزاماتها المالية، وذلك لعدم توافر سيولة نقدية لديها تمكنها من تسديد التزاماتها المالية، وان أي تأخير في تسديد المستحقات ومنها فوائد القروض يجعل من الصعوبة الحصول على تمويل جديد، وذلك لان منح القروض يخضع إلى شروط محددة يجب أن تلتزم بها الشركة، حيث إن ذلك يؤثر في مركز الشركة من وجهة نظر الدائنين والموردين. وقد أشار(النيف، 2005)، إلى إن رأس المال العامل يشكل جزءا كبيرا من أصول الشركة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ب- ارتباط نمو المبيعات والحاجة إلى تمويل رأس المال العامل بعلاقة مباشرة، إذ إن أهمية إدارة رأس المال العامل تتمثل في الحاجة إلى تمويل الزيادة في الأصول المتداولة التي تنتج عن زيادة المبيعات. فالشركة عادة تحتاج إلى رأس مال عامل لدعم مستوى معين من المبيعات، فإذا ازداد مستوى المبيعات فإنه يتوجب على الشركة زيادة استثمارها في الأصول المتداولة، وهذا يتطلب تمويل هذه الزيادة سواء من مصادر تمويل قصيرة أو طويلة الأجل.

ويرى (Gitman, 2000, p. 617)، إن إدارة رأس المال العامل تؤثر بشكل مباشر في ربحية الشركة وسيولتها، لأن عملية الاستثمار في رأس المال العامل تتطلب تحديد مستوى الاستثمار في كل عنصر من عناصره لتوفير السيولة المناسبة للشركة، فعند عدم توافر السيولة اللازمة للشركة فإنها لن تستطيع دفع التزاماتها المترتبة عليها. كما إن تحديد مصدر التمويل اللازم للاستثمار في رأس المال العامل يمارس دورا مهما في ربحية الشركة، فاختيار تمويل منخفض التكلفة يؤدي إلى زيادة ربحية الشركة والعكس صحيح (الميداني، 2004، ص. 213)، علما بأن كلفة التمويل قصير الأجل هي اقل من كلفة التمويل طويل الأجل، وان اختيار الشركة للتمويل القصير الأجل أو الطويل الأجل في تمويل الاستثمار في رأس المال العامل يعتمد على مجموعة من العوامل منها؛ حجم الاستثمار في رأس المال العامل، الأوضاع الاقتصادية من حيث الانتعاش والكساد ...الخ.

ويرى (هندي، 1999، ص. 211)، بان الأصول المتداولة والخصوم المتداولة تمتاز بمرونة أكثر من الأصول الثابتة والخصوم طويلة الأجل، إذ إن هذه المرونة تمكن الشركة من التحكم في حجم الاستثمار في الأصول المتداولة ليتماشى مع التغيرات الموسمية والدورات التجارية، بينما لا يمكنها

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

عمل ذلك بالنسبة للأصول الثابتة. وإذا ما حصلت الشركة على قرض قصير الأجل بسعر فائدة معين ثم أخذت أسعار الفائدة بالانخفاض، فيمكن للشركة الانتظار لفترة قصيرة إلى حين استحقاق موعد السداد حيث تقوم بسداد القرض والتعاقد على قرض جديد بسعر فائدة أقل، ومثل هذه المرونة يصعب تحققها في ظل القروض طويلة الأجل.

وقد أشار (Abdul Raheman, et al., 2010)، إلى إن أهمية رأس المال العامل تبرز من خلال ربطها بقرارات تعظيم ثروة المساهمين والتي يترتب عليها تعظيم قيمة الشركة. فالشركة التي تتبع سياسة معينة في إدارة رأس المال العامل ستؤثر حتما في الكلفة والعائد والمخاطرة، وهذه السياسة إما أن تخفض التكلفة وزيادة العائد وتخفض المخاطرة وبالتالي تزيد من قيمة الشركة، أو إنها تعمل على ارتفاع التكلفة وتخفيض العائد وزيادة المخاطر وبالتالي تخفيض قيمة الشركة.

### 4-2-2 سياسات إدارة رأس المال العامل (Policies of Managing WC)

تتطلب إدارة رأس المال العامل في الشركة اتخاذ قرارات هامة من حيث؛ تحديد مستوى الاستثمار في عناصره، وكذلك تحديد مصادر التمويل اللازمة لتمويل هذا الاستثمار. لذا من الضروري مناقشة السياسات الاستثمارية والتمويلية التي يمكن للشركة إتباعها عند إدارة رأس المال العامل ضمن هدف المواءمة بين الربحية والسيولة، وكما يلي:

#### أولا: السياسات الاستثمارية لرأس المال العامل (WC Investments Policies)

يرتبط الاستثمار في رأس المال العامل بالمبيعات، فزيادة المبيعات تتضمن زيادة المخزون وحسابات الذمم المدينة والنقدية، حيث إن زيادة حجم أعمال الشركة يتطلب زيادة مستوى الاستثمار

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

في رأس المال العامل، وهذه الزيادة يتحكم فيها هدف المواءمة بين السيولة والربحية والتي على أساسها تتبع الشركة سياسة معينة في تحديد مستوى الاستثمار في رأس المال العامل لديها (مطاوع، 2001، ص. 170)، وقد صنفت أدبيات الإدارة المالية سياسات الاستثمار إلى ثلاث سياسات (الميداني، 2004، ص.ص 207-210؛ الزبيدي، 2008، ص.ص 235-237) وهي: سياسة الاستثمار المتحفظة، سياسة الاستثمار المعتدلة، سياسة الاستثمار المغامرة.

**(1) سياسة الاستثمار المتحفظة (Conservative Policy)**

تشير هذه السياسة إلى ارتفاع مستوى الاستثمار في رأس المال العامل، إذ إن نسبة الأصول المتداولة إلى الأصول الثابتة عالية عند كل مستويات المبيعات، وهذا يعني إن الشركة تتبع سياسة رأس مال متداول تقلل من المخاطرة، ولكنها تقلل من الربحية. فالاستثمار الكبير في الأصول المتداولة يعني إن الشركة تحتفظ بأرصدة كبيرة نسبيا من النقد والأوراق المالية القابلة للتسويق بسرعة، وان لديها كميات كبيرة ومتنوعة من مواد المخزون، وإنها تقدم تسهيلات إلى زبائنها في عملية الدفع لتشجيع مبيعاتها.

إن إتباع الشركة لهذه السياسة سوف يعمل على تخفيض المخاطرة والربحية معا. إذ إنه كلما زادت نسبة الأصول المتداولة زادت سيولة الشركة الناجمة عن زيادة صافي رأس المال العامل (Gitman, 2000, P. 617)، وهذا يترتب عليه انخفاض مخاطرة السيولة لأنها تخفض من احتمال عدم وجود نقد كاف لتسديد الالتزامات المالية القصيرة الأجل، وتخفض من احتمال انخفاض المبيعات الناتج عن احتمال نفاذ المخزون، وبالنتيجة فإن العائد على الاستثمار سوف ينخفض بسبب زيادة حجم الأموال المستثمرة في الأصول المتداولة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**(2) سياسة الاستثمار المغامرة (Aggressive Policy)**

وتشير هذه السياسة إلى أن مستوى الاستثمار في الأصول المتداولة مقارنة مع الأصول الثابتة صغير عند كل مستويات المبيعات.بمعنى إن الشركة تتبع سياسة رأسمال متداول ذات مخاطرة ولكنها تزيد من الربحية، إذ تحتفظ الشركة بحد أدنى من الاستثمارات في النقد والمخزون والأوراق المالية، وقد تتوسع في المبيعات الآجلة لزبائن ذوي ملاءة مالية متدنية، وهذا يعني إن المخاطر التي تتحملها الشركة كبيرة. فاحتمالات انخفاض السيولة ونفاذ المخزون وتخلف الزبائن عن الدفع تكون كبيرة، لكن في المقابل قد تكون ربحية الشركة كبيرة أيضا، لأن الجزء الأكبر من استثمارات الشركة في الأصول الثابتة، التي تحقق عائدا أكبر من الاستثمار في الأصول المتداولة.

**(3) سياسة الاستثمار المعتدلة (Moderate Policy)**

تمثل هذه السياسة المستويات المثلى نظريا من حيث الاستثمار في رأس المال العامل، إذ إنالشركة تحتفظ بنسبة معتدلة من الأصول المتداولة عند كل مستويات المبيعات بحيث تمثل هذه السياسة الاعتدال بين السياسة المتحفظة والسياسة المغامرة. ولذلك فان مستوى الاستثمار في الأصول المتداولة يكون أدنى من السياسة المتحفظة وأعلى مستوى من السياسة المغامرة. وتتميز هذه السياسة بتجنب الاستثمار الزائد الذي تقوم عليه السياسة المتحفظة والمخاطرة العالية التي تقوم عليها السياسة المغامرة، وبالتالي يترتب على هذه السياسة اعتدال صافي رأس المال العامل واعتدال في العائد والمخاطرة.

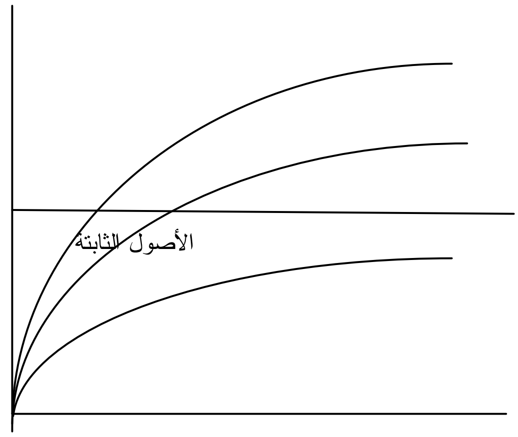
ويبين الشكل رقم(3) سياسات إدارة رأس المال العامل، حيث يقيس المحور الأفقي مستوى المبيعات والمحور العمودي مستوى الأصول، يتم تمثيل الأصول الثابتة بخط أفقي يوازي محور المبيعات

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

لتدل على إنها ثابتة لكافة مستويات المبيعات، أما الأصول المتداولة فيتم التعبير عنها بمنحنى إذ إنها تزداد وتنخفض بزيادة وانخفاض المبيعات.

**شكل (3)**

**سياسات الاستثمار ( المتحفظة، المعتدلة، المغامرة)**




المصدر: الميداني،2004، ص. 209

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر في قرارات الإدارة بشان اختيار السياسة الاستثمارية المناسبة في الأصول المتداولة (مطاوع، 2001، ص. ص 175-176) وهي:

أ. طبيعة المنتج: فالشركات التي تنتج سلعا سريعة التلف كالأغذية الطازجة، تتجه نحو تخفيض الاستثمار في الأصول المتداولة بشكل كبير، وهذا يعني أنها تختار السياسة الاستثمارية المغامرة، بينما الشركات التي تنتج سلعا ذات معدل دوران بطيء كالكيماويات والأثاث، فإنها تتجه نحو الاستثمار المرتفع في الأصول المتداولة بمعنى أنها تتجه نحو السياسة الاستثمارية المتحفظة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ب. طول دورة التشغيل: وتعرف دورة التشغيل على أنها الفترة الزمنية التي تقع بين تاريخ الحصول على المواد الخام حتى تاريخ تحصيل أثمان السلع المباعة، وبالتالي فإن طول هذه الدورة يؤدي إلى زيادة الاستثمار في الأصول المتداولة (سياسة متحفظة)، بينما قصر هذه الدورة يؤدي إلى تخفيض الاستثمار في الأصول المتداولة (سياسة مغامرة).

ت. حجم المبيعات: عند ازدياد حجم المبيعات فإن الشركة تضطر إلى الاحتفاظ بكميات كبيرة من المخزون لتغطية طلبات العملاء بالإضافة إلى زيادة الحسابات المدينة نتيجة البيع الآجل وهذا يعني زيادة الاستثمار في الأصول المتداولة (سياسة متحفظة)، بينما انخفاض المبيعات يؤدي إلى انخفاض المخزون وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض الحسابات المدينة والنقدية، وهذا يعني تخفيض الاستثمار في الأصول المتداولة (سياسة مغامرة).

ث. سياسات التخزين: الأساليب الحديثة في إدارة المخزون مثل التسليم في الوقت المطلوب (Just – in – Time) يدفع الشركة إلى تخفيض كميات المخزون بصورة كبيرة، حيث تتسلم الشركة المواد الخام أو المنتجات عند بدء الدورة الإنتاجية أو قبل التسليم إلى العملاء في حالة السلع التامة الصنع، كما إن عملية تحديد مخزون الأمان Safety Stock تؤثر على مقدار الأموال المستثمرة في المخزون، فزيادة مخزون الأمان تؤدي إلى زيادة الاستثمار في المخزون والعكس أيضا صحيح.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ح. السياسة الائتمانية: إن توسع الشركة في منح الائتمان للعملاء وزيادة طول فترة السداد يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار في الحسابات المدينة بينما تقييد شروط منح الائتمان يؤدي إلى تخفيض الاستثمار في تلك الحسابات.

ج. كفاءة الشركة في إدارة الأصول المتداولة: إن تمتع الشركة بكفاءة عالية في إدارة أصولها المتداولة يجنبها الاستثمار الزائد في تلك الأصول، بينما ضعف كفاءة الشركة في إدارة أصولها المتداولة يؤدي إلى تراكم المخزون وزيادة الحسابات المدينة والنقدية.

ثانيا:**السياسات التمويلية لرأس المال العامل (WC Financing Policies)**

يمكن للشركة أن تتبع سياسات تمويلية مختلفة لاستثماراتها في الأصول المتداولة، سواء أكان هذا التمويل من مصادر قصيرة الأجل أم من مصادر طويلة الأجل، وبما إن الموضوع الأساسي لهذه السياسات هو التمويل قصير الأجل مقابل التمويل طويل الأجل فانه لا بد من توضيح طبيعة كل من هذين النوعين من التمويل، ومن ثم سيتم بيان سياسات التمويل الثلاث لرأس المال العامل.

حيث يعرف التمويل قصير الأجل (Short Term Financing) على إنه الأموال التي تم بها تمويل جزء من أصول الشركة المتداولة كالنقدية، والمخزون والحسابات المدينة التي تستحق على الشركة خلال عام أو اقل (مطاوع، 2001، ص. 331)، بينما التمويل طويل الأجل (Long Term Financing)هو المطلوبات التي تستحق على الشركة بعد أكثر من سنة وتشمل القروض طويلة الأجل وحق الملكية (الميداني، 2004، ص. 212). ويتميز كل من التمويل قصير الأجل وطويل

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

الأجل بمجموعة من الإيجابيات والسلبيات يمكن إيجازها بما يلي (Gallagher et al., 2000, P. :497)

أ. المخاطرة (Risk): إن خطر التمويل بالقروض القصيرة الأجل أعلى من خطر التمويل بالقروض طويلة الأجل ، إذ إنه كلما كانت فترة استحقاق الديون قصيرة ازداد خطر عدم توافر السيولة النقدية لدى الشركة لمواجهة دفعات الفائدة وتسديد القروض، وبالعكس ، كلما طالت فترة استحقاق الديون في الشركة قل خطر عدم توافر السيولة لتسديد الالتزامات المالية.

ب. الربحية (Profitability): إن التمويل قصير الأجل عادة كلفته أقل من التمويل طويل الأجل، ولذلك فإن التمويل القصير الأجل يؤدي إلى زيادة الربحية في الشركة لسببين، أولهما إن معدلات الفائدة القصيرة الأجل أقل من معدلات الفائدة طويلة الأجل، وثانيهما إن الاقتراض القصير الأجل يعطي الشركة مرونة أكبر، بمعنى إن الشركة لديها المرونة في تسديد القروض القصيرة الأجل عند استحقاقها أو تجديدها، وحسب حاجتها إلى الأموال، بينما في حالة القروض الطويلة الأجل، إذا تناقصت حاجة الشركة إلى الأموال، فإن على الشركة أن تتحمل الفوائد العالية المترتبة على هذه القروض في أوقات لا تحتاج فيها الشركة إلى هذا التمويل، وهذا يزيد من تكاليف التمويل وبالتالي يخفض ربحية الشركة.

ويرى (Brigham & Houston, 2001, p. 794)،إن التمويل قصير الأجل يمتاز بالسرعة، إذ يمكن للشركة الحصول على التمويل القصير الأجل بشكل أسرع من التمويل طويل الأجل، لأن التمويل طويل الأجل يتطلب قيام المقرض بدراسة دقيقة للمركز الائتماني للشركة، وترتيب فقرات

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

اتفاقية القروض والضمانات، بالإضافة إلى الشروط التفصيلية. وبالتالي فإن الشركة التي تحتاج إلى تمويل عاجل، لا بد وان تتجه نحو التمويل قصير الأجل.

إن عملية تمويل مستويات رأس المال العامل ( الدائم والمؤقت)، يتطلب من الشركة المبادلة Trade off بين استخدام التمويل قصير الأجل أو التمويل طويل الأجل، وضمن هدفي السيولة والربحية من خلال ثلاث سياسات تمويلية وكما يلي:

**أ. سياسة التمويل المغامرة (Aggressive Financing Policy)**

في إطارهذه السياسة تلجا الشركة إلى الاعتماد على التمويل قصير الأجل بدلا من التمويل طويل الأجل في تمويل أصول الشركة المتداولة المؤقتة (Fluctuating Current Assets)، وبعض أو كل أصولها المتداولة الدائمة (Permanent Current Assets)، بينما الجزء الدائم من الأصول المتداولة والأصول الثابتة فيتم تمويلها بمصادر تمويل طويلة الأجل (القروض وحقوق الملكية) (الزبيدي، 2008، ص. 249).

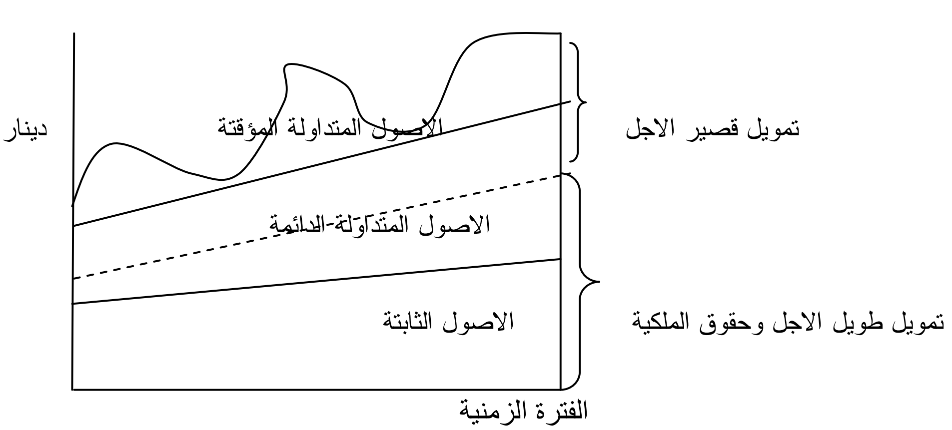
ويترتب على اعتماد هذه السياسة التأثير بشكل مباشر على ربحية الشركة، بسبب انخفاض كلفة هذا التمويل المتمثل في الفائدة، وبالمقابل فإن هذه السياسة ستزيد من احتمالات العسر المالي في الشركة، وخاصة عند استخدام حجم كبير من القروض قصيرة الأجل. وتجدر الإشارة هنا إلى إن استخدام السياسة المغامرة من قبل الشركات في تمويل رأسمالها العامل عادة يتم بدرجات متفاوتة، وهذا يعتمد على درجة ميل الشركة إلى تحمل المخاطر، فمنها يميل إلى استخدام هذه السياسة بدرجة محدودة، من خلال تمويل كافة الأصول المتداولة المؤقتة، بالإضافة إلى جزء محدود من

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

الأصول المتداولة الدائمة، بمصادر تمويل قصيرة الأجل، بينما البعض منها يكون ميله أكثر شدة نحو تحمل المخاطرة، من خلال تمويل الأصول المتداولة المؤقتة، بالإضافة إلى الأصول المتداولة الدائمة بالكامل، من مصادر تمويل قصيرة الأجل (مطاوع، 2001، ص. 190)، ويبين الشكل رقم (4) سياسة التمويل المغامرة.

**الشكل رقم (4)**

**سياسة التمويل المغامرة**




Source: Brigham & Houston, 2001, p. 748.

ب. **سياسة التمويل المتحفظة (Conservative Financing Policy)**

بموجب هذه السياسة يتم تمويل قسم من الأصول المتداولة المؤقتة بمصادر تمويل قصيرة الأجل، بينما القسم المتبقي من الأصول المتداولة المؤقتة والأصول المتداولة الدائمة والأصول الثابتة، يتم تمويلها من مصادر تمويل طويلة الأجل (أل شبيب، 2007، ص. 344).

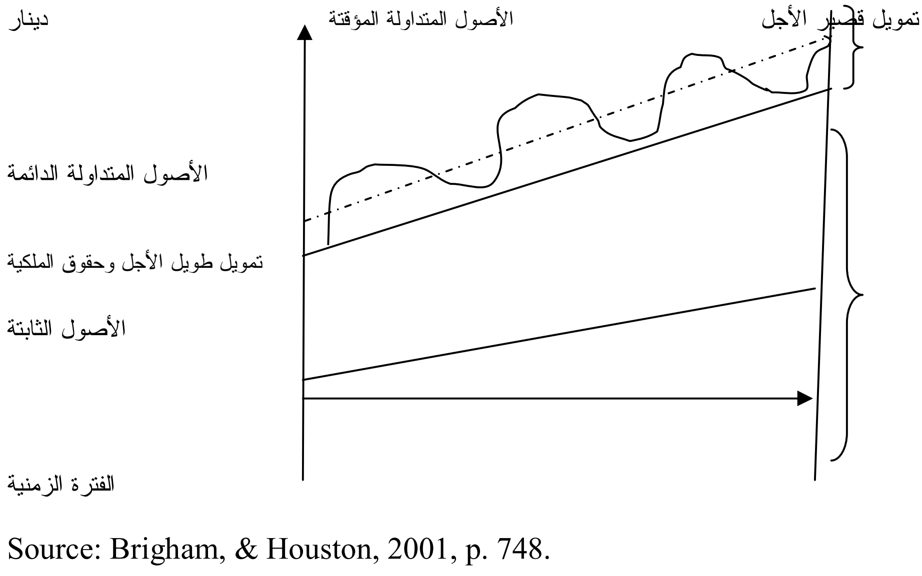
All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

إن هذه السياسة تعمل على خفض مخاطر التمويل بالقروض قصيرة الأجل إلى أقصى حد، وعلى خفض المخاطر المرتبطة بتقلبات سعر الفائدة، وفي الوقت نفسه يترتب على هذه السياسةانخفاض العوائد المتوقعة للمساهمين لأن كلفة الدين طويل الأجل أعلى من كلفة الدين قصير الأجل.

وفي ضوء هذه السياسة فإن صافي رأس المال العامل سوف يرتفع نتيجة انخفاض الخصوم المتداولة، وبما إن تمويل صافي رأس المال العامل بالأموال طويلة الأجل، فإن الشركة سوف تتحمل كلفة هذا التمويل فضلا عن الكلفة الإضافية الناتجة عن استخدام تمويل الملكية، وبالتالي فإن التأثير سيكون كبيرا على صافي الدخل، مما يؤدي إلى انخفاض الربحية (Gallagher et al., 2000, p. 428)، والشكل رقم (5)، يوضح سياسة التمويل المتحفظة.

**الشكل رقم (5)**

**سياسة التمويل المتحفظة**




Source: Brigham, & Houston, 2001, p. 748.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**ت. سياسة التمويل المعتدلة (Moderate Financing Policy)**

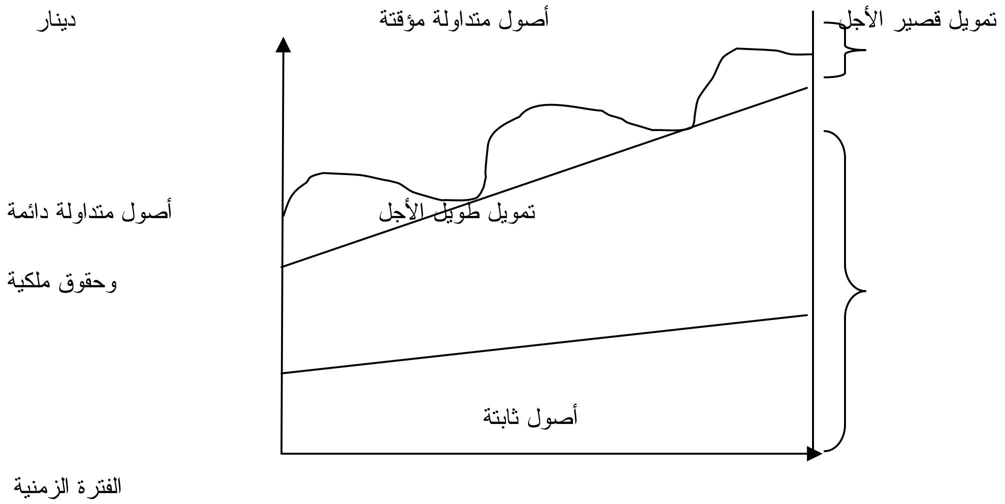
وفقا لهذه السياسة فانه يتم تمويل الأصول انسجاما مع المبدأ المحاسبي وهو مبدأ المقابلة (Matching Principle) ، والذي يفترض بأن الأصول المتداولة المؤقتة التي ستظهر فيالميزانية العمومية لفترة مؤقتة يجب تمويلها بوساطة التمويل قصير الأجل، بينما الأصول المتداولة الدائمة والأصول الثابتة، والتي ستظهر بالميزانية العمومية لفترة طويلة، سوف يعتمد لها التمويل طويل الأجل وحقوق الملكية، وعليه في إطار هذه السياسة فإن الشركة تجعل هيكل استحقاق خصومها يتطابق مع هيكل آجال أصولها(Gallagher et al., 2000, p. 429).

إن إتباع هذه السياسة سوف يحافظ على مخاطرة وعوائد معتدلة، إذ تستطيع الشركة دفع الالتزامات المالية القصيرة الأجل طالما أنها تستخدم لأغراض مؤقتة، إلا إن تمويل الأصول المتداولة الدائمة يلزم الشركة دفع فوائد مقابل استخدام الأموال في الأوقات التي لا يكون فيها حاجة إلى استخدامها، وفي الوقت نفسه فإن استخدام التمويل القصير والطويل الأجل بشكل يتناسب وتمويل الأصول تترتب علية عوائد معتدلة، لذا هذه السياسة تحقق للشركة قيمة معتدلة لصافي رأس المال العامل بحيث تواجه الشركة مخاطرة معتدلة وتحقق عائدا متوقعا معتدلا، أي أنها تحقق المواءمة بين السيولة والربحية. والشكل رقم (6) يوضح هذه السياسة.

**الشكل رقم (6)**

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**سياسة التمويل المعتدلة**




Source: Brigham, & Houston, 2001, p. 748.

**2-2-5 العائد والمخاطرة في إطار إدارة رأس المال العامل**

إن قرار التمويل والاستثمار في رأس المال العامل هو من قرارات المبادلة بين المخاطرة والربحية (Risk – Return Trade off)، والتي تعني انه عندما تزداد المخاطرة فإن العائد يزداد وعندما تنخفض المخاطرة فإن العائد ينخفض، ويقصد بالمخاطرة هنا هي مخاطرة السيولة التي تتأثر بسياسات الاستثمار، والمخاطرة المالية التي تتأثر بسياسات التمويل. أما العائد فيتضمن العائد على الاستثمار الذي يتأثر بسياسات الاستثمار في رأس المال العامل، والعائد على حق الملكية الذي يتأثر بسياسات تمويل رأس المال العامل، والذي يؤثر بدوره على قيمة الشركة السوقيةوينعكس بالنهاية

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

على ثروة المساهمين.وبناء عليه سيتم توضيح كل من العائد والمخاطرة في ظل إدارة رأس المال العامل وكيفية قياسهما ومن ثم كيفية المبادلة بينهما.

**أ. العائد (Return)**

يتأثر كل من العائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية بإدارة رأس المال العامل، والمعروف لدينا بأن معدل العائد على الاستثمار (Return on Investment) مقياس مهم من مقاييس الربحية والذي يعكس النشاط التشغيلي للشركة، ويتم حسابه من خلال قسمة الأرباح قبل الفوائد والضريبة على مجموع الأصول (هندي، 1999، ص. 110).إذ إن الأرباح قبل الفوائد والضرائب ناتجة عن طرح تكاليف النشاط التشغيلي من إيراد النشاط التشغيلي للشركة، والتي يتم حسابها من بيانات قائمة الدخل السنوية للشركة. أما مجموع الأصول فهو إجمالي الأصول المتداولة وصافي الأصول الثابتة والتي تظهر في الجانب الأيمن للميزانية العمومية للشركة، وتكون مساوية لمجموع التمويل في الجانب الأيسر منها ، بمعنى مجموع التمويل المقترض والممتلك لنفس السنة المتحقق فيها الأرباح لكي يتم حساب العائد على الاستثمار.وعليه فإن معدل العائد على الاستثمار يتأثر بسياسات الاستثمار في رأس المال العامل، فمثلا سياسة الاستثمار المتحفظة يترتب عليها استثمار مرتفع للأصول المتداولة، ونتيجة لانخفاض ربحية الأصول المتداولة مقارنة بربحية الأصول الثابتة، فإن ذلك سيؤدي إلى تخفيض الأرباح قبل الفوائد والضريبة وبالتالي انخفاض معدل العائد على الاستثمار.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

أما سياسة الاستثمار المغامرة والتي تمثل استثمارا منخفضا في الأصول المتداولة، فإنه تترتب عليها زيادة في العائد على الاستثمار نتيجة لانخفاض حجم الاستثمار في الأصول المتداولة ذات الربحية الأقل، مقارنة بربحية الأصول الثابتة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة في الأرباح قبل الفوائد والضريبة، وبالتالي ارتفاع معدل العائد على الاستثمار. أما سياسة الاستثمار المعتدلة فيكون تأثيرها على العائد على الاستثمار وسطا ما بين السياستين أعلاه، إذ إن الاستثمار المعتدل في الأصول المتداولة يؤدي إلى الحصول على عائد على الاستثمار يكون أعلى مما كان عليه في السياسة المتحفظة وأقل مما كان عليه في السياسة المغامرة (الزبيدي، 2004، ص. ص 347 – 352). وتجدر الإشارة هنا إلى إن صافي الأرباح التشغيلية قبل الفائدة وبعد الضريبة (Net Operating Profit BeforeInterest and After Tax) تشكل عنصرا مهما في حساب القيمة الاقتصادية المضافة التي حققتها الشركة لمساهميها نتيجة لسياساتها الاستثمارية والتمويلية لرأس المال العامل. وقد أشار (الميداني، 2004، ص. 210) إلى انه يمكن استخدام نسبة دوران الأصول إلى جانب العائد على الاستثمار كأحد مؤشرات الربحية، كونها تعد إحدى نسب التشغيل ويدل ارتفاعها على كفاءة تشغيلية عالية وبالتالي ربحية اكبر. ويشير الارتفاع في نسبة صافي رأس المال العامل إلى إن هنالك زيادة في الاستثمار في الأصول المتداولة، مما تدعم السيولة وتخفض مخاطر احتمالات العسر الفني ولكنها ستعمل على تخفيض العائد (الزبيدي، 2004، ص. 351).

أما بخصوص معدل العائد على حق الملكية (Return on Equity)، فان هذا المؤشر يقيس مدى تحقيق الشركة للهدف الذي تسعى إليه وهو تعظيم قيمتها من خلال زيادة أسعار أسهمها في السوق،

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ويعتبر هذا المؤشر مقياسا لربحية كل من قرارات الاستثمار والتمويل (هندي، 1999، ص. 115) ومن بينها قرارات الاستثمار والتمويل لرأس المال العامل.

إن الفرق بين العائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية يعود إلى سياسة التمويل، إذ لا يختلفان إلا بمقدار الأعباء المالية الناجمة عن القروض (على افتراض عدم وجود ضرائب) التي يفترض أن يحقق المستوى المقبول منها تحسنا في معدل العائد على حق الملكية، ويحسب معدل العائد على حق الملكية من خلال قسمة صافي الدخل (Net Income) على حقوق الملكية (Reilly & Brown, 2006, p. 320).

وبينما يتأثر معدل العائد على الاستثمار بالسياسة الاستثمارية لرأس المال العامل، فإن معدل العائد على حق الملكية يتأثر بالسياسة التمويلية، لأن زيادة الأعباء المالية يترتب عليها انخفاض بصافي الدخل ينعكس في النهاية على معدل العائد على حق الملكية من جانب، ومن جانب أخر فإن استخدام القروض في الهيكل المالي يترتب عليه ارتفاع في معدل العائد على حق الملكية. ولذلك فإن سياسة التمويل السليمة لرأس المال العامل تتمثل في اختيار تمويل بكلفة أقل، ويحقق ارتفاعا في معدل العائد على حق الملكية. ووفقا لذلك فإن سياسة التمويل المتحفظة يترتب عليها انخفاض في التمويل قصير الأجل، وارتفاع بنسبة التمويل بالديون الطويلة الأجل وحق الملكية، مما يؤدي إلى انخفاض العائد على حق الملكية بسبب ارتفاع كلفة التمويل طويل الأجل، نتيجة تمويل جزء من الأصول المتداولة المتقلبة والدائمة والأصول الثابتة بتمويل طويل الأجل. ولذلك تقع السياسة المعتدلة بين السياستين أعلاه باستخدام نسب متساوية من التمويل قصير الأجل والطويل الأجل في تمويل رأس المال العامل (الميداني، 2004، ص. ص 211–218).

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**ب. المخاطرة (Risk)**

ويقصدبالمخاطرة هنا مخاطرة السيولة وهي احتمالية عدم قدرة الشركة على الإيفاء بالتزاماتها القصيرة عند موعد استحقاقها (Gitman, 2000, p. 617)، وهي التي تتأثر بسياسات الاستثمار، إذ إن السيولة تعني وجود أموال سائلة (نقد وشبه نقد) في الوقت المناسب وبالكميات المناسبة، لتتمكن الشركة من خلالها من سداد التزاماتها المالية في موعد استحقاقها، وضمان استمرارية دورتها التشغيلية ومواجهة الحالات الطارئة( النعيمي والتميمي، 2008، ص. 85).

وقد أشار (الزبيدي، 2004، ص. 349) إلى انه يمكن استخدام كل من نسبة التداول وصافي رأس المال العامل كمؤشرات لقياس أثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على مخاطر السيولة. فالمقياس الاعتيادي والشائع لقياس سيولة الشركة، هو نسبة التداول (Current Ratio) وهي عبارة عن قسمة الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة (Reilly & Brown, 2006, p. 312).

ويشير ارتفاع نسبة التداول إلى قدرة الشركة على تسديد الالتزامات القصيرة الأجل وانخفاض مخاطرة السيولة وارتفاع حد الأمان للدائنين، بينما يشير انخفاضها إلى انخفاض قدرة الشركة على تسديد الالتزامات القصيرة الأجل، وبالتالي زيادة تعرض الشركة إلى مخاطر السيولة (Ross et.al, 2005, p. 34). ويمكن ملاحظة أثر سياسات الاستثمار على مخاطرة السيولة من خلال زيادة حجم الأموال المستثمرة في الأصول المتداولة (على افتراض ثبات الخصوم المتداولة) وبالتالي ارتفاع صافي رأس المال العامل مما يؤدي إلى ارتفاع طفيف في نسبة التداول ومن ثم انخفاض مخاطرة السيولة. بينما انخفاض حجم الأموال المستثمرة في الأصول المتداولة سيعمل

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

على تخفيض صافي رأس المال العامل وهذا سيؤدي إلى انخفاض نسبة التداول وارتفاع مخاطرة السيولة.

أما المخاطرة المالية (Financial Risk) فهي المخاطرة الناجمة عن استخدام الرافعة المالية في الهيكل المالي للشركة، وهذا يعني استخدام التمويل المقترض الطويل والقصير الأجل (الزبيدي، 2004، ص. ص 708–709)، إذ إن المخاطرة المالية تعتمد على مقدار المبالغ المقترضة من قبل الشركة، فالشركة التي تعتمد بدرجة كبيرة على التمويل المقترض تتعرض إلى مخاطرة مالية اكبر مقارنة مع تلك التي تعتمد على التمويل المقترض بدرجة أقل نسبيا (هندي، 1999، ص. 622). إن تأثير سياسات التمويل على المخاطرة المالية يكمن في مدى اعتماد الشركة على التمويل القصير الأجل مقابل التمويل طويل الأجل، ويمكن تعويض ذلك من خلال زيادة صافي رأس المال العامل عن طريق زيادة الأصول المتداولة وتخفيض الخصوم المتداولة.

**ت. المبادلة بين العائد والمخاطرة(Risk - Return Trade off)**

على ضوء ما تم توضيحه حول أثر سياسات رأس المال العامل على كل من المخاطرة والعائد، فإنه لا بد من توضيح مفهوم المبادلة بين المخاطرة والعائد في ظل هذه السياسات (الاستثمارية والتمويلية). فطبيعة المبادلة بين المخاطرة والعائد تعني وجود علاقة طردية بينهما، إذ إن زيادة المخاطرة ستزيد من العائد وانخفاضها سيخفض العائد، ولذلك فإن سياسات رأس المال العامل تصنف تبعا لخصائص العائد والمخاطرة إلى ثلاث سياسات (الميداني، 2004، ص. 219)، إذ تتميز السياسة المتحفظة (Conservative Policy) بمخاطرة منخفضة وعوائد منخفضة أيضا،

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

نتيجة الاعتماد على توافر سيولة نقدية والاحتفاظ بالمخزون لتلبية حاجات العملاء ومواجهة التقلبات الدوريات والحاجات الطارئة، بالإضافة إلى التقليل من التمويل قصير الأجل والاعتماد على التمويل الطويل الأجل، ولذلك فإن الشركة التي تعتمد هذه السياسة تكون مستعدة لتلبية التزاماتها المالية القصيرة الأجل وعدم الإخفاق في تسديد ديونها.

إن المستوى العالي من الأصول المتداولة (نقدا أو استثمارات قصيرة الأجل) يخفض مخاطرة عدم تسديد الالتزامات المالية، لأن السيولة سوف تتجاوز الاحتياجات المتوقعة وبالمقابل فإن العائد على الاستثمار سوف ينخفض لارتفاع مستوى الاستثمار في الأصول المتداولة.

أما بالنسبة للتمويل فإن الشركة وفق هذه السياسة تعتمد على التمويل الطويل الأجل بنسبة أكبر من التمويل قصير الأجل، إذ يتم تمويل جزء فقط من الأصول المتداولة المتقلبة بدين قصير الأجل، وباقي الأصول المتداولة والأصول الثابتة تمول بتمويل طويل الأجل، لذلك فإن خطر عدم إمكانية تجديد القروض أو تعويضها يكون قليلاً، لكن من الناحية الأخرى فإن كلفة التمويل ستكون مرتفعة مما يؤدي إلى انخفاض العائد على حق الملكية.

وفي المقابل فإن السياسة المغامرة (Aggressive Policy) تتميز بالمخاطرة العالية والعوائد المرتفعة، إذ إن انتهاجها من قبل الشركة يعمل على تخفيض مستوى الاستثمار في الأصول المتداولة، مما يؤدي إلى ارتفاع حاجة الشركة إلى السيولة النقدية لمواجهة الالتزامات والحاجات الطارئة، وبالمقابل فإن الأرباح قبل الفوائد والضرائب سوف ترتفع، وسينخفض مجموع الأصول، وهذا سيعمل على ارتفاع العائد على الاستثمار. إن انتهاج الشركة لهذه السياسة يشير إلى اعتمادها على التمويل قصير الأجل أكثر من اعتمادها على التمويل طويل الأجل في تمويل استثماراتها في

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

رأس المال العامل، وذلك تجنبا للكلفة المرتفعة الناتجة عن ارتفاع أسعار الفائدة على القروض الطويلة الأجل، وتكديس الأموال في الأوقات التي لا يكون للشركة حاجة إليها. وحسب هذه السياسة فانه يتم تمويل الأصول المتداولة المتقلبة وجزء من الأصول المتداولة الدائمة بتمويل قصير الأجل، وباقي الاستثمار في الأصول يتم تمويله من خلال تمويل طويل الأجل، وبالتالي فان عدم توافر السيولة الكافية لتسديد الالتزامات المالية القصيرة الأجل، يؤدي إلى ارتفاع المخاطرة، لكن في المقابل فإن تكلفة التمويل تكون منخفضة، مما يؤدي إلى ارتفاع العائد على حق الملكية والذي ينعكس على الشركة من خلال تعظيم قيمتها السوقية.

أما السياسة المعتدلة (Moderate Policy) فتتميز بمخاطرة معتدلة وعوائد معتدلة أيضا، وفي هذه الحالة تحقق الشركة توافقاً بين الأصول المتداولة ومتطلبات تمويلها، وتوافقا بين الحاجة إلى القروض وموعد استحقاقها، من خلال الموازنة بين سياسات الاستثمار والتمويل لإدارة رأس المال العامل (Weinraub & Visscher, 1998). فالموازنة بين السياسة المغامرة للاستثمار والسياسة المتحفظة في التمويل، يحقق للشركة مخاطر وعوائد معتدلة. فعند انتهاج السياسة المتحفظة في الاستثمار فإنه يترتب عليها انخفاض في المخاطرة والعائد على الاستثمار، وبالمقابل فإن انتهاج السياسة المجازفة في التمويل يترتب عليها ارتفاع في المخاطرة وارتفاع في العائد على حق الملكية، ونتيجة انخفاض المخاطرة والعائد في السياسة الاستثمارية وارتفاع المخاطرة والعائد في السياسة التمويلية يتحقق في النهاية الاعتدال في المخاطرة والعائد.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

## 3-2 القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added - EVA )

### 1-3-2 تمهيد

مع بروز هدف تعظيم ثروة المالكين، فقد ظهرت الحاجة إلى استخدام مقاييس جديدة من شانها أن تقدم معلومات مباشرة إلى الوحدات الاقتصادية حول الكيفية التي يمكنهم من خلالها توليد القيمة للمالكين. ومن هذا المنطلق برزت أهمية المدخل الاقتصادي ومقاييس الأداء على أساس المخاطرة، كمقاييس يمكنها أن توجه الجهود نحو إحداث تأثير إيجابي على سعر السهم في السوق، وبالتالي تحقيق هدف تعظيم الثروة (الفيومي، 2001). ويبنى هذا المدخل على فرضية أساسية في التمويل مفادها إن المستثمر الرشيد يقيم سهم شركة معينة بناء على قيمة التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من السهم. ولذلك فإن هذا المدخل يركز على القيمة في الأجل الطويل بدلا من الأرباح المحاسبية القصيرةالأجل.

وعلى الرغم من إن معظم الدراسات السابقة قد أشارت إلى انه لا يوجد مقياس محاسبي واحد يمكن الاعتماد عليه في تفسير التغير في ثروة المساهمين (Worthington & West, 2001)، إلا إن عملية البحث عن مقياس مناسب لتقييم الشركة يعد أحد أغراض الأبحاث المعاصرة في التمويل. ومن المقاييس التي نالت اهتمام تلك الأبحاث ما يعرف بالقيمة الاقتصادية المضافة ( Economic Value Added) والقيمة السوقية المضافة (Market Value Added) ،اللذين قدمتهما شركة (Stern & Stewart Co.)، خلال تسعينيات القرن الماضي (الزبيدي، 2008، ص. 163). وعليه

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

سيتم تناول معيار القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بشكل مفصل، كونه المعيار المستخدم في تقييم أداء الشركات الصناعية محل الدراسة.

## 2-3-2 مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة(Economic Value Added Concept )

على الرغم من الاعتماد النسبي للقيمة الاقتصادية المضافة في الوقت الحالي كأحد مقاييس الأداء الداخلي والخارجي للشركة، فان مفهومها يشتق من الارتباط بين عوائد الشركة وتوليد القيمة (Bell, 1998). ومنذ كتاب ألفرد مارشال مبادئ الاقتصاد (1890) ، فإن التحليل قد ركز على التعديلات التي يتم إجراؤها على الأرباح المحاسبية لعكس كلفة الفرصة البديلة، لأن المقياس غير المعدل يمكن أن يكون مؤشرا مضللا للأداء من الناحية النظرية والعملية. ومن وجهة نظر اقتصادية فإن الشركة التي تولد قيمة اقتصادية هي الشركة التي يكون العائد فيها على رأس المال اكبر من كلفة الفرصة البديلة (النعيمي والتميمي، 2008، ص. 136)، أي بمعنى توليد ثروة لها عائد أكبر من كلفة رأس المال (كلفة الديون مضافا إليها كلفة حق الملكية).

يعتبر مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة EVA احد أهم المفاهيم الاقتصادية للربح ( Zaima, et al., 2005) والتي شاع انتشارها منذ تسعينيات القرن الماضي لتقييم أداء الوحدات الاقتصادية بالتوافق مع مفهوم القيمة السوقية (De Medeiros, 2005)، وقد استخدم هذا المفهوم بعد أن تم تطويره وتسويقه من قبل شركة Stern Stewart لقياس الربحية (Magni, 2008) وتقييم الأداء الداخلي والخارجي (Worthington & Tracey, 2001). كما تم استخدام هذا المقياس لغايات

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

تحفيز المديرين وتقييم المشاريع الرأسمالية (Peixoto, 2002)، وبالتالي فإنها المقياس المالي الأكثر قدرة على تحديد الربح الاقتصادي الحقيقي (Worthington & Tracey, 1999).

وفي إطار الفكر المالي والنظرية المحاسبية فإن القيمة الاقتصادية المضافة لا يوجد لها تعريف واحد متفق عليه أو جامع، إذ إن معظم الباحثين والمتخصصين والكتاب ينظرون إلى القيمة الاقتصادية المضافة من عدة زوايا مختلفة، فمثلا يعرف (Stewart, 1990, p. 137) معيار القيمة الاقتصادية المضافة على انه المقياس الجوهري لقياس أداء الوحدات الاقتصادية، ويتم احتسابها من خلال تحديد الفرق بين معدل العائد على رأس المال ومعدل تكلفة رأس المال، ومن ثم ضرب الناتج في قيمة رأس المال المستثمر في بداية السنة، بينما وصف (Ehrbar, 1998, p. 1) هذا المعيار على انه المفتاح الحقيقي لتوليد الثروة، في حين وصفها (Dierk & Patel, 1997) على أنها صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة مطروحا منه التكاليف المدفوعة لرأس المال المستثمر والذي يمول عادة عن طريق حملة الأسهم وحملة السندات، فيما يرى (Hostettler, 2000, P. 21) إن القيمة الاقتصادية المضافة ما هي إلا آلية مالية يمكن استخدامها لزيادة مجمل العوائد للمستثمرين وتقييم المشاريع وبناء أنظمة التحفيز.

يتضح مما تقدم بأن معيار القيمة الاقتصادية المضافة ما هو إلا مؤشر يستخدم لقياس الربحية وتقييم الأداء المالي للشركة، على أساس الربح الاقتصادي.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

### 2-3-3 أهمية القيمة الاقتصادية المضافة (Importance of Economic Value Added)

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة المقياس الأقرب من بين المقاييس المالية الأخرى في حساب الربح الاقتصادي الحقيقي للشركة، فهي مقياس للأداء المالي الشامل يرتبط بشكل مباشر في توليد القيمة (الثروة) للمساهمين. وهي تختلف عن المقاييس المحاسبية التقليدية التي تعتمد بشكل مباشر على المعلومات التاريخية الناتجة عن القوائم المالية للشركات. إن وجه الاختلاف في معيار القيمة الاقتصادية المضافة يتحدد من خلال التعديلات التي يتم إجراؤها على البيانات المحاسبية (سيتم ذكرها لاحقا) (ACMA, 2009). وحسب المفهوم المحاسبي فإن معظم الشركات قد تكون رابحه، لكن في حقيقة الأمر عند تطبيق معيار القيمة الاقتصادية المضافة لحساب الأرباح فإنها لا تبدو كذلك. إذ يعمل هذا المعيار على تخفيض كلفة الأموال التي تم استخدامها في توليد هذه الأرباح من صافي الأرباح بعد الضريبة، فإذا كانت القيمة الاقتصادية موجبة فإن ذلك يعني بأن الشركة قد حققت قيمة لثروة المساهمين، أما إذا كانت سالبة فإن ذلك يعني بأن الشركة قد عملت على تدهور هذه القيمة (Stewart, 1991, p. 63).

ينظر منذ زمن طويل إلى القيمة الاقتصادية المضافة على أنها الدخل المتبقي ( Residual Income) والمعبر عنه بالأرباح التشغيلية بعد الضريبة مطروحا منه أعباء رأس المال المستثمر (Worthington & Tracey, 2001)، لكن الاختلاف بين الدخل المتبقي وبين القيمة الاقتصادية المضافة يعتمد على التعديلات التي يتم إجراؤها على البيانات المحاسبية التاريخية ( Dodd & Chen, 1996)، فالقيمة الاقتصادية المضافة تستخدم 164 تعديلا على البيانات المحاسبية التقليدية، بينما في إطار الدخل المتبقي فانه يتم إهمال هذه التعديلات (Stewart, 1991, p. 65).

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

فقد ميز Ehrbar (1998, p. 164) بين ثلاثة أنواع للقيمة الاقتصادية المضافة وهي: القيمة الاقتصادية المضافة الأساسية (Basic EVA)، والقيمة الاقتصادية المضافة المفصح عنها (Disclosed EVA)، والقيمة الاقتصادية المضافة الحقيقية (True EVA). وأساس هذا التمييز هو عدد التعديلات على صافي الربح بعد الضريبة ورأس المال، إذ تحاول هذه التعديلات سد الفجوة التي تحدثها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها (Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) بين القيمة المحاسبية (Accounting Value) والقيمة الاقتصادية (Economic Value).

إن القيمة الاقتصادية المضافة EVA الأساسية لا تحتوي على أية تعديلات، بينما تلك القيمة المفصح عنها فهي تتضمن اثني عشر تعديلا وهي القيمة التي استخدمتها شركة Stern Stewart، وتنشر هذه القيمة ضمن البيانات المحاسبية للمستخدمين، أما القيمة الحقيقية (True EVA) فتمثل القيمة الأكثر صحة، إذ تشتمل على كافة التعديلات على البيانات المحاسبية وتحول إلى قيم اقتصادية. وعلى هذا الأساس تعددت طرق حساب القيمة الاقتصادية المضافة.

### 2-3-4 طرق حساب القيمة الاقتصادية المضافة (Methods of Computing EVA)

لقد اتفق العديد من الكتاب والمحللين الماليين والمحاسبين على طريقة احتساب القيمةالاقتصادية المضافة منهم ( ACMA, 2009,) و (Rakshit, 2006)و (Dodd & Chen, 1996) وذلك وفق المعادلة الآتية:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times CE) \quad .....(1\text{-}2)$$

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

$$NOPAT = EBIT \times (1- T) \quad ………(2-2)$$

(Net

إذ إن:

**NOPAT** (Operating Profit After Tax: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة.

**WACC** (Weighted Average Cost of Capital) : المعدل المرجح لكلفة رأس المال.

**EBIT** (Earning Before Interest and Tax): صافي الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة.

**T** (Tax Rate): معدل الضريبة.

**CE** (Capital Employed): رأس المال المستثمر.

ويمكن حساب المعدل المرجح لكلفة رأس المال كالأتي (النعيمي والتميمي،2008، ص. 140):

(3-

$$WACC=( D / D+E)\ K_D\ (1-t) +( E/ D + E)\ (K_E).....2)$$

إذ إن:

D: القيمة الدفترية الإجمالية للديون الطويلة والقصيرة الأجل ذات الفائدة ( Total Book Value of Long and Short Term Debt)

E: القيمة الدفترية الإجمالية لحقوق الملكية (Total Book Value of Equity)

t: نسبة ضريبة الدخل (Tax)

$K_d$: معدل الفائدة على الديون (Interest Rate on Debt)

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

$K_e$: كلفة الملكية (Cost of Equity) ويتم حساب هذه الكلفةوفقالنموذج تسعيرالأصول الرأسمالية **(Capital Assets Pricing Model)** وطبقا للمعادلة الآتية: (Brealey & Allen, 2008, P. 214)

$$\mathbf{K_E = R_f + \beta_i\,(R_m - R_f)} \ldots\ldots(4\text{-}2)$$

إذ إن:

$K_E$: تمثل كلفة الملكية (Cost of Equity).

$R_f$: تمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة (Risk Free).

$\beta_i$: يمثل مقياساً للمخاطر النظامية ويقيس حساسية تقلب عائد السهم إلى عائد محفظة السوق.

$R_m$: يمثل عائد السوق.

أما رأس المال المستثمر (CE) Capital Employed فيتم حسابه وفقا للمعادلة الآتية (النعيمي والتميمي، 2008، ص. 139):

رأس المال المستثمر = مجموع الأصول – الخصوم المتداولة

**Capital Employed = Total Assets – Current Liabilities** …..(5-2)

وفي هذه الدراسة تم اعتماد المعادلة رقم (2-1) لحساب القيمة الاقتصادية المضافة وهي تعبر عن EVA الأساسية التي لا تتضمن إجراء أية تعديلات عليها كما أشار إلى ذلك (Ehrbar, 1998,

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

(p. 164)، ويعود ذلك إلى صعوبة الحصول على كافة المعلومات التفصيلية المتعلقة بالبنود التي ستستخدم في إجراء التعديلات على كل من صافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر.

لقد أوضح (Stewart, 1991) بأنه يمكن حساب القيمة الاقتصادية المضافة وإجراء التعديلات عليها من خلال مدخلين، الأول يسمى المدخل التشغيلي الذي يعتمد على جانب الأصول من قائمة المركز المالي وعلى رقم المبيعات من قائمة الدخل، بينما المدخل الثاني يسمى المدخل التمويلي الذي يعتمد على جانب الالتزامات وحقوق الملكية وعلى صافي الربح من قائمة الدخل، وسيتم عرض هذه المداخل وكالاتي (النوايسة، 2009):

أولا: المدخل التشغيلي

في ظل هذا المدخل فإن رأس المال المستثمر يتكون من كل من صافي رأس المال العامل، وصافي الأصول الثابتة، أو يمثل صافي رأس المال العامل (الأصول المتداولة مطروحا منها الخصوم المتداولة التي لا يترتب عليها فوائد)، بينما تتكون صافي الأصول الثابتة من الأصول الرأسمالية اللازمة لإدامة نشاطات الشركة مثل صافي الممتلكات، والمعدات، والتجهيزات، والشهرة.

تعتبر المبيعات في هذا المدخل نقطة البداية للوصول إلى صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة، ويمثل رقم المبيعات المبالغ النقدية المحصلة أو المتوقع تحصيلها، ثم يتم طرح الأعباء التشغيلية بما في ذلك الاهتلاك، وهنا نحصل على صافي الربح التشغيلي المعدل، وبعد هذه الخطوة تتم إضافة الإيرادات الأخرى وصولا إلى الربح التشغيلي قبل الضريبة، ومن ثم استبعاد الضرائب التشغيلية النقدية التي تنتج عن طرح الزيادة في الضرائب المؤجلة من مخصص ضريبة الدخل المقتطع من

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

أرباح السنة وبعد ذلك تتم إضافة مصروف الفوائد الخالية من الأثر الضريبي، وبذلك نحصل على صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة.

ثانيا: المدخل التمويلي

ويعتمد هذا المدخل على إجراء مجموعة من الخطوات لإزالة التشوهات المرتبطة بصافي الربح المحاسبي ورأس المال بمفهومه المحاسبي، وصولا إلى القيم المعدلة لهذين المتغيرين، وتتم التعديلات على هذين المتغيرين وفقا لخطوات ثلاث وهي:

(1) إزالة التشوهات المرتبطة بهيكل التمويل

في هذه الخطوة تتم إضافة جميع الديون التي يترتب عليها فوائد إلى حقوق الملكية، وبذلك ينظر إلى رأس المال المستثمر على انه جميع المبالغ النقدية التي تم استثمارها في صافي أصول الشركة وتسهم في توليد الدخل بغض النظر عن مصدرها، وبذلك تتم إعادة جميع الفوائد الصافية من الأثر الضريبي إلى صافي الربح المحاسبي، وهذا يزيل الأثر المرتبط بالهيكل التمويلي للشركة، ويشير إلى أداء تشغيلي أفضل، ويحقق مقارنة عادلة للعائد على رأس المال الذي يستند في ظل الطريقة التقليدية على حقوق الملكية فقط مع إهمال إسهام الديون في توليده.

(2) إزالة التشوهات المرتبطة بعمليات التمويل الأخرى

في هذه الخطوة تتم إزالة الأثر المرتبط بعمليات التمويل الأخرى بخلاف الدين من خلال إضافة الأسهم الممتازة وحقوق الأقلية كمصادر تمويل لرأس المال، وتتم إعادة المبالغ التي تم تخفيضها

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

من الدخل للوفاء بمتطلبات هذه المصادر إلى الربح المحاسبي، وبالتالي نحصل على قيمة الأرباح المتاحة للتوزيع على جميع الأطراف التي أسهمت في تكوين رأس المال بمفهومه الأوسع.

(3) إزالة التشوهات المرتبطة بمحاسبة الاستحقاق

في هذه الخطوة تتم إزالة التشوهات المرتبطة بمحاسبة الاستحقاق، وقد أطلق على البنود التي يتم تعديلها بالبنود المكافئة لحقوق الملكية Equity Equivalents ، وعادة يتم إجراء هذه التسويات للوصول إلى القيم الدفترية الاقتصادية بدلا من القيم الدفترية المحاسبية، وبذلك يتم التحول من المحاسبة على أساس مبدأ الاستحقاق إلى المحاسبة على أساس المبدأ النقدي. هذه الخطوة تعمل على إظهار الأصول وحقوق الملكية بعيدا عن التدخلات التي تفرضها محاسبة الاستحقاق، ويتم ذلك من خلال إعادة جميع المبالغ التي تم احتجازها من الأرباح في السنوات السابقة إلى البنود المرتبطة بها في جانب الأصول، وكذلك إلى حقوق الملكية في الجانب الأخر من قائمة المركز المالي، إذ إن هذه المبالغ من المفترض أن يتم تحويلها إلى الملاك في حال عدم تخفيض الأرباح بها. ووفقا لهذا الإجراء فان قائمة المركز المالي تظهر على أساس نقدي، بالإضافة إلى إن الزيادة السنوية في هذه المخصصات لا بد وان تنعكس على صافي الربح مما يظهر الربح الحقيقي السنوي قبل اقتطاع هذه المبالغ.

**5-3-2 مزايا التحول نحو معيار القيمة الاقتصادية المضافة**

لقد أجمع العديد من الباحثين والكتاب على إن معيار القيمة الاقتصادية المضافة يعتبر من النماذج التي تتسم بالشمولية في تقييم الأداء المالي للشركة، وإن استخدام هذا المعيار من قبل شركات

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

الأعمال يمكن أن يحقق المزايا الآتية (الزبيدي، 2008، ص. ص 173–174):

أ. يوضح هذا المعيار التحسن المستمر والحقيقي لثروة الملاك.

ب. يستخدم كمؤشر حقيقي للأداء المالي والإداري.

ت. يضمن أساسا لنظام من الحوافز للعاملين في الشركة.

ث. يشجع العاملين في الشركة على العمل.

ج. تطبيق هذا المعيار في شركات الأعمال يحقق ضمانة للاستثمار في مشاريع ذات عائد أكبر من كلفة الاستثمار أو استخدام رأس مال أقل للحصول على نفس العائد.

ح. يعتبر هذا المعيار أداة مهمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

خ. معيار القيمة الاقتصادية المضافة يعمل على إزالة الفوضى المتمثلة في العدد الكبير من المقاييس التي تستخدم للتعبير عن أهداف الشركة وغاياتها، من خلال استخدامه كمقياس مالي شامل لأهدافها وغاياتها وأدائها.

**2–3–6 محددات استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة**

لقد أشار (ACMA, 2009) إلى انه بالرغم من أن معيار القيمة الاقتصادية المضافة يتمتع بالعديد من المزايا، إلا أن هذا المعيار لا يخلو من بعض المحددات وهي:

أ. وجه الانتقاد إلى هذا المعيار على انه مقياس أداء قصير الأجل، إذ إن بعض الشركات قد استنتجت بأنه غير مناسب بسبب تركيزهم على الاستثمارات طويلة الأجل.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ب. إن العائد الحقيقي أو القيمة الاقتصادية الحقيقية True EVA للاستثمارات الطويلة الأجل لا يمكن قياسها بشكل موضوعي، لأن العوائد المستقبلية لا يمكن قياسها، وإنما يمكن تقديرها بشكل شخصي.

ت. لا يعد معيار القيمة الاقتصادية المضافة أحد المعايير الأولية في قياس أداء الشركات التي تستثمر بشكل كبير هذا اليوم، وتتوقع تدفقات نقدية موجبة في المستقبل البعيد.

## 2-4 العلاقة النظرية بين الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة وإدارة رأس المال العامل والقيمة الاقتصادية المضافة

تناولت العديد من الدراسات العربية والأجنبية موضوع الحوكمة المؤسسية في مختلف دول العالم، من حيث الدور الذي تمارسه في حماية حقوق المساهمين والأطرافالأخرى ذات المصالح المرتبطة بالشركة، إذ ركزت هذه الدراسات على أثر تطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية على أداء الشركات وقيمتها، بالإضافة إلى بحثها في علاقة وأثر أدواتها الداخلية والخارجية على أدائها. وقد جاءت نتائج هذه الدراسات متباينة من حيث العلاقة والأثر. إلا إن هذه الدراسات لم تتناول تأثيرالجانب السلوكي والإداريلأدوات الحوكمة (التي ترتبط بشكل مباشر بأعضاءالإدارة العليا) والدور الرقابي الذي يمارسه المساهمون ( كبار المساهمون الذين يملكون نسبة كبيرة من أسهم هذه الشركات) على أعضاءالإدارة العليا التنفيذية والإشرافية، لا سيما البحث في علاقة هذه الأدواتبإدارةرأس المال العامل في الشركات الصناعية، وإنما تناولت بعض هذه الدراسات علاقة أدوات الحوكمة بهيكل رأس المال، وهيكل الملكية.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

إن مجلس الإدارة في الشركة يتم انتخابه من قبل المساهمين، ويفوض من قبلهم بإدارةأموالهم وتحقيق عوائد مالية نتيجة تخليهم عن هذه الأموال، والمحافظة على حقوقهم وثروتهم من الضياع، ولذلك فإن مجلس الإدارة في الشركة يمارس دورا رقابيا وإشرافيا، يتمحور في وضع الخطط ورسم السياسات الإستراتيجية وتحديد الأهداف المستقبلية، ويعمل على تحقيق هذه الأهداف وتنفيذها من خلال القرارات التي يتخذها، ويلزم بها الإدارة التنفيذية لتحقيقها، من أجل المحافظة على بقاء الشركة واستمرارها، وصولا إلى أداء يرضي المساهمين والأطراف الأخرى المرتبطة مصالحها مع مصالح الشركة، من خلال تحقيق الربح، وإضافة قيمة اقتصادية إلى ثروة المساهمين والملاك. وبما إنإدارةرأس المال العامل في الشركة تبنى على سياسات استثمارية وتمويلية تعكس نوعية الإدارة وسلوكها، فإن الإدارة التنفيذية في هذه الشركات ستعمل على تطبيق توجهات مجلس الإدارة نحو إدارة رأس المال العامل. ولذلك فإن ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة وعدد أعضاء المجلس سيمارسان دورا مهما في توجيه الإدارة التنفيذية نحو سياسات معينة في إدارة رأس المال العامل، ويتوقع أن يكون لهما اثر ايجابي على أداء الشركة.

أما فيما يتعلق بدور المساهمين في التأثير على أداء الشركة، فبما إن مجلس الإدارة يتم انتخابه من قبل المساهمين، فانه يقع تحت تأثير السلطة التي يمتلكونها من حيث الاستغناء عن خدماتهم واستبدالهم بأعضاء آخرين، بالإضافة إلى الضغط الكبير الذي يتعرض إليه مديرو الإدارة التنفيذية من قبل كبار المساهمين لتحقيق رغباتهم المتعلقة بتعظيم ثروتهم. إن وجود نسبة من أسهم الشركة في يد عدد قليل من المساهمين سيؤدي إلى تركز ملكية الأسهم، وهذا سيمنحهم سلطات كبيرة في التأثير على قرارات مجلس الإدارة، والذي بدوره سيضغط على أعضاء الإدارة التنفيذية نحو تطبيق

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

تطلعات ورغبات المساهمين. ولذلك يتوقع أن يكون هناك اثر ايجابي لملكية كبار المساهمين على أداء الشركة.

لقد تناولت هذه الدراسة صافي رأس المال العامل كمؤشر على إدارة رأس المال العامل في الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة ، وتعتبر قرارات إدارة رأس المال العامل من قرارات الاستثمار قصيرة الأجل، إذ يتم تنفيذها من خلال سياسات استثمارية وتمويلية معينة، تعتمدها الإدارة التنفيذية في الشركة، والتي تمثل توجهات مجلس الإدارة لتحقيق أرباح تنعكس على ثروة المساهمين في الأجل الطويل. هذه السياسات تمثل إما سياسات استثمارية مغامرة تعمل على تخفيض الاستثمار في الأصول المتداولة من خلال التمويل قصير الأجل، أو من خلال سياسات استثمارية متحفظة تعمل على زيادة الاستثمار في الأصول المتداولة، من خلال الاعتماد بشكل كبير على التمويل طويل الأجل، ويحكم هذه السياسات رغبة الإدارة في تحقيق المواءمة بين كل من هدفي السيولة والربحية، والتي تعبر عن مدى ميل الإدارة نحو تقبل المخاطر العالية أو تجنبها.

إن بيئة الشركات الصناعية الأردنية تختلف عن بيئة الشركات الصناعية في الدول الأخرى، إذإن القطاع الصناعي في الأردن يعد قطاعا صغيرا مقارنة مع الدول المتقدمة، وهو ليس قطاعا منافسا للصناعات الأجنبية. لذلك فإن ما قد ينطبق على القطاعات الصناعية الأجنبية من نظريات التمويل، ليس بالضرورة أن ينطبق على القطاع الصناعي الأردني، هذا من جانب، ومن جانب آخرإنهناك نسبة لا بأس بها من شركات القطاع الصناعي هي ذات توجهات عائلية في إدارة الشركة. وعليه قد يلمس البعض إن نسبية أدوات الحوكمة الداخلية تتأرجح بين التخندق الإداري نحو كبار ملكية أعضاء مجلس الإدارة، أو نحو المؤسسين، أو نحو ملكية كبار المساهمين. هذا على الرغم من تأكيد

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

الجهات الرقابية والإشرافية، لا سيما هيئة الأوراق المالية وقانون الشركات الأردني على ضرورة إبراز دور هذه الأدوات في صياغة القرارات الإدارية لضمان المسؤولية المشتركة عن إدارة أموال المساهمين. والتحقق من آثار نظرية الوكالة وما يترتب عليها من نتائج قد تنعكس بآثار سلبية على الشركة.

## ثانيا: الدراسات السابقة

### 1. الدراسات العربية

**1-1دراسة (صبري، 2010) بعنوان "اثر رأس المال العامل وخصائص الشركة علىربحيتها وقيمتها السوقية" دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية**

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في العلاقة ما بين رأس المال العامل وربحية الشركة من جهة، ورأس المال العامل وقيمة الشركة من جهة أخرى، وتحديد أوجه الاختلاف فيما بين الشركات التي لديها دورة تحويل نقدي مرتفعة والشركات التي لديها دورة تحويل نقدي منخفضة من حيث الربحية والقيمة، إضافة إلى تطوير مؤشر لدورة التحويل النقدي لمساعدة مديري الشركات والمستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية، وقد طبقت الدراسة على (41) شركة صناعية في الأردن خلال الفترة (2000–2007).

أظهرت نتائج الدراسة أن متوسط دورة التحويل النقدي يساوي 209 أيام، وان رأس المال العامل يشكل 51% من مجموع الموجودات، كما أظهرت وجود أثر عكسي ذي دلالة إحصائية لدورة

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

التحويل النقدي، وفترة الذمم المدينة والمديونية مع الربحية، أما بالنسبة لفترة الذمم المدينة فقد كان تأثيرها عكسيا وذا معنوية إحصائية، فيما أظهرت النتائج تأثيرا ايجابيا ذا دلالة إحصائية لحجم الشركة ونمو مبيعاتها على الربحية.

أما بالنسبة لعلاقة دورة التحويل النقدي وفترة الذمم المدينة بقيمة الشركة، فقد أظهرت النتائج وجود تأثير عكسي ذي دلالة إحصائية على قيمة الشركة، ووجود اختلاف معنوي ذي دلالة إحصائية فيما بين الشركات التي لديها دورة تحويل نقدي مرتفعة والشركات التي لديها دورة تحويل نقدي منخفضة من حيثربحية الشركة وقيمتها. وأخيرا اظهر المؤشر الموزون لدورة التحويل النقدي تحسنا في عملية إدارة رأس المال العامل.

**2-1 دراسة (النوايسة، 2009)، بعنوان "مقدرة القيمة الاقتصادية المضافة، والمتغيرات المحاسبية على تفسير العوائد السوقية والمخاطر النظامية" دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.**

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار المحتوى المعلوماتي للقيمة الاقتصادية المضافة ومجموعة من المتغيرات المحاسبية، والمتمثلة في صافي الربح المحاسبي، ومكونات صافي الربح ( المستحقات المحاسبية طويلة الأجل، التغير في رأس المال العامل، التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية)، إضافة إلى اختبار المحتوى المعلوماتي الإضافي للقيمة الاقتصادية المضافة والمتغيرات الأخرى، وذلك فيما يتعلق بعوائد الأسهم السوقية والمخاطر النظامية، وقد شملت الدراسة 38 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2002-2006)، ومن أهم نتائج الدراسة:

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

أ. إن صافي الربح المحاسبي يتضمن محتوى معلوماتي يفسر ما نسبته 3.4% من التباين في عوائد الأسهم.

ب. عدم وجود محتوى معلوماتي لمكونات صافي الربح المحاسبي والقيمة الاقتصادية المضافة.

ت. إن القيمة الاقتصادية المضافة لا تتضمن أي محتوى معلوماتي إضافي علاوة على كل من صافي الربح المحاسبي، ومكونات صافي الربح.

ث. فسر المحتوى المعلوماتي للقيمة الاقتصادية المضافة ما نسبته 28.1% من التباين في المخاطر النظامية، كما إن القيمة الاقتصادية المضافة تتضمن محتوى معلوماتي إضافي علاوة على صافي الربح المحاسبي ومكونات صافي الربح يفسر ما نسبته 47.8% و 32.7% من التباين في المخاطر النظامية على التوالي.

**1- 3 دراسة ( الجعيدي، 2007)، بعنوان " مستوى الحاكمية المؤسسية وأثره في أداء الشركات" دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية**

هدفت هذه الدراسة إلى تكييف وتطبيق نموذج لقياس الحاكمية المؤسسية على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال عام 2005، وتصنيفها بناء على ذلك إلى ثلاثة مستويات من الحاكمية المؤسسية وهي؛ العالي، والمتوسط، والضعيف، ثم قياس العلاقة ما بين الأداء المؤسسي للشركات الناجحة وطبيعة تطبيق الحاكمية المؤسسية فيها من خلال عينة مكونة من 106 شركات، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

أ.فيما يتعلق بالأداء التشغيلي فإن الحاكمية المؤسسية تؤثر وبقوة في كل من متغير هامش صافيالربح ومتغير العائد التشغيلي على الأصول في الشركات ككل.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ب. فيما يتعلق بأداء الأسهم المقاس بربحية السهم، فقد وجد أن الحاكمية المؤسسية تؤثر بقوة فيمايتعلق بربحية السهم(EPS) في قطاع الصناعة وخاصة ضمن المستوى العالي من الحاكمية المؤسسية.

**1-4دراسة (سمحان، 2006)بعنوان "الموازنة بين السيولة والربحية"، دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية في قطاعي الصناعة والخدمات**

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين السيولة والربحية، وكذلك اختبار العلاقة ما بين الحجم والربحيةفي الشركات المساهمة العامة الأردنية في قطاعي الصناعة والخدمات للفترة من (1999-2004).

وتلخصت نتائج الدراسة بما يلي:

أ. تحتفظ الشركات الأردنية بنسبة نقدية إلى إجمالي الأصول تبلغ في المتوسط 9%.

ب. هنالك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ما بين مقاييس السيولة، ممثلة في نسبة التداول، ونسبة السيولة السريعة، ودورة التحويل النقدي مع مقاييس الربحية ممثلة في هامش صافي الربح، وصافي الدخل من العمليات إلى إجمالي الأصول.

ت. المنشات كبيرة الحجم ربحيتها أعلى من المنشات صغيرة الحجم.

**1- 5 دراسة (الطروانة، 2006)، بعنوان "استخدام مقاييس القيمة في نظم الإدارة المالية تعظيم لثروة الملاك"، مدخل لإعادة هندسة نظم الإدارة المالية في القطاع الصناعي الأردني**

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى ملاءمة استخدام مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة كاتجاه حديث في تقييم الأداء المالي لعينة من الشركات الصناعية الأردنية مكونة من 55 شركة خلال

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

الفترة الزمنية (2000-2004)، مع التعرض إلى مقاييس الأداء المحاسبية التقليدية وذكر أهم الانتقادات التي وجهت إليها. وقد أشارت الدراسة إلى إن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة يعتبران أهم مؤشرين حديثين لتعظيم ثروة الملاك وتقييم الأداء المالي، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود ضعف في القدرة التفسيرية لمعظم مقاييس الأداء التقليدية والحديثة في مقياس نصيب السهم الواحد من الأرباح، وقد أظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة علاقة إيجابية مع أسعار الأسهم في الشركات الصناعية الأردنية، كما إن المتعاملين مع الشركات الصناعية الأردنية يعتمدون على مقاييس التقييم الحديثة عند اتخاذهم القرارات المالية.

**1- 6دراسة (النيف، 2005)بعنوان "تطوير نموذج للتنبؤ بمستوى الاستثمار المطلوب في رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"**

هدفت الدراسة إلى تطوير نموذج للتنبؤ بمستوى الاستثمار المطلوب في رأس المال العامل ككل، وتطوير نماذج فرعية لكل من مكوناته الرئيسة، وذلك من خلال تحليل المتغيرات التي تؤثر على القرارات المتعلقة بالاستثمار فيها، وقد استخدم الباحث كلاً من عمر الشركة، ربحيتها، نسبة الرفع المالي، ونسبة نمو المبيعات وطول فترة التحويل النقدي كمتغيرات مستقلة ورأس المال العامل ومكوناته الرئيسة كمتغير تابع.

طبقت الدراسة على عينة من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية وعددها (29) شركة خلال الفترة (1994-2003)، وقد أظهرت نتائجها ما يلي:

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

أ- إن الاتجاه العام لمتوسط مستوى الاستثمار في كل من؛ رأس المال العامل ومكوناته الرئيسة وطول دورة التحويل النقدي ونسبة نمو المبيعات تصاعديا، في حين أظهر تحليل الاتجاه لنسبة الرفع المالي وجود اتجاه تنازلي، أما الاتجاه العام لمتوسط العائد على الموجودات فكان مستقراً نسبيا.

ب- المتغيرات التي تؤثر في تحديد مستوى الاستثمار في رأس المال العامل هي: ربحية الشركة،نسبة نمو المبيعات،عمر الشركة،نسبة الرفع المالي،طول دورة التحويل النقدي.

ت- المتغيرات التي تؤثر في تحديد مستوى الاستثمار في النقد هي: عمر الشركة وربحيتها فقط.

ث- المتغيرات التي تؤثر في تحديد مستوى الاستثمار في الذمم المدينة هي: ربحية الشركة،نسبة نمو المبيعات،عمر الشركة،طول دورة التحويل النقدي.

ج- أما المتغيرات التي تؤثر في تحديد مستوى الاستثمار في المخزون فهي نسبة الرفع المالي فقط.

## 2. الدراساتالأجنبية

### 1-2 دراسة (Al- Haddad et al., 2011)

***"The Effect of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Industrial Companies on Amman Stock Exchange"***

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم دليل فيما إذا كانت مؤشرات الحوكمة المؤسسية والأداء في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية تتأثر بالعوامل المستقلة(عائد السهم،

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

حجم الشركة، السيولة، الانحراف المعياري للعائد على الأصول)، بالإضافة إلى تحديد أهم مؤشرات الحوكمة المؤسسية والأداء التي يمكن للشركات الصناعية استخدامها لحل مشكلة الوكالة. لقد شملت العينة 44 شركة صناعية أردنية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2000–2007)، استخدمت ملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% أو أكثر من أسهم الشركة مؤشرا للحوكمة المؤسسية وكمتغير وسيط، أما المتغير التابع فهو أداء الشركة إذ تم قياسه من خلال قسمة سعر السهم السوقي على قيمته الدفترية، واستخدمت الدراسة تحليل Panel Data.

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- وجود علاقة طردية ومباشرة بين كل من، الربحية، السيولة، نصيب السهم الواحد من التوزيعات، حجم الشركة والحوكمة المؤسسية مقاسه بملكية كبار المساهمين.
- وجود علاقة طردية مباشرة بين الحوكمة المؤسسية مقاسه بملكية كبار المساهمين وأداء الشركة.
- وجود علاقة طردية بين الحوكمة المؤسسية وأداء الشركة.

**2–2 دراسة (Bukahri et al., 2011)**

***"Corporate Governance Practices and Their Impact on Firms Capital Structure and Performance, Case of Pakistani Textile Sector"***

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في الممارسات الحالية للحوكمة المؤسسية في الشركات الباكستانية، بالإضافة إلى البحث في العلاقة بين الحوكمة المؤسسية وهيكل رأس المال من جانب، ومن جانب

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

أخر العلاقة بين الحوكمة المؤسسية والأداء لشركات قطاع المنسوجات في باكستان. وقد مثلت العينة (100) مائة شركة صناعية مدرجة في كل من سوق كراتشي وسوق لاهور للأوراق المالية خلال الفترة (2005–2009)، واستخدمت الدراسة تحليل الانحدار لتحديد العلاقة بين الحوكمة المؤسسية وهيكل رأس المال والأداء للشركات. تم قياس الحوكمة المؤسسية من خلال 14 أداة حوكمة داخلية، بينما تم قياس هيكل رأس المال من خلال نسبة المديونية، والأداء من خلال العائد على الأصول.

من أهم نتائج الدراسة:

- وجود علاقة معنوية بين الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة وهيكل رأس المال، إذ ارتبط كل من حجم المجلس وتركيبة مجلس الإدارة والفصل بين منصب الرئيس التنفيذي ومنصب رئيس مجلس الإدارة ومهارات أعضاء المجلس بعلاقة طردية معنوية مع هيكل رأس المال.
- وجود علاقة معنوية بين الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة والأداء، إذ ارتبط كل من نسبة المديونية، حضور اجتماعات المجلس من قبل المدير المالي، وجود مدير الشركة في لجنة التدقيق بعلاقة معنوية مع الأداء.
- تؤثر أدوات الحوكمة الداخلية مجتمعة على الأداء بشكل ايجابي، بينما تؤثر على هيكل رأس المال بشكل سلبي.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**23 -دراسة (Ramly et al., 2010)**

***"Critical Review of Literature on Corporate Governance and the Cost of Capital: The Value Creation Perspective"***

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء نظرة نقدية على الدراسات التي تناولت موضوع حوكمة الشركة وكلفة رأس المال من منظور توليد القيمة، من خلال استعراض مجموعة من الدراسات التي تناولت قياس أثر أدوات الحوكمة (على سبيل المثال تركيبة وحجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، حقوق التصويت للمساهمين، تعويضات المديرين التنفيذيين) على قيمة الشركة باستخدام المقاييس السوقية والمحاسبية.

لقد توصلت الدراسة إلى إن الشركات التي تكون قادرة على جمع الأموال ذات التكلفة المنخفضة قادرة على توليد القيمة للمساهمين، وتأسيسا على الدراسات القليلة في موضوع العلاقة بين حوكمة الشركة وكلفة رأس المال فقد بينت الدراسة بان أدوات الحوكمة الداخلية والخارجية قادرة على تخفيض كلفة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين، وقد أوصت الدراسة بإجراء المزيد من الأبحاث حول اثر أدوات حوكمة الشركة على كلفة رأس المال في الأسواق الناشئة وخاصة شرق أسيا، وكذلك العلاقة بين إدارة الأرباح وكلفة رأس المال وخاصة في الدول التي تكون فيها السيطرة على الشركة من قبل العائلات.

**4-2 دراسة (Dong et al., 2010)**

***"The Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Vietnam Case)***

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في العلاقة القائمة بين الربحية وإدارة رأس المال العامل للشركات المدرجة في سوق فيتنام للأوراق المالية لعينة مكونة من 120 شركة خلال الفترة (2008-2006)، وقد استخدمت الدراسة الربح التشغيلي كمقياس لربحية الشركات (المتغير التابع)، أما عدد أيام تحصيل الذمم المدينة، عدد أيام المخزون، عدد أيام الحسابات الدائنة، دورة التحويل النقدي كمقياس شامل لإدارة رأس المال العامل (متغيرات مستقلة)، أما المتغيرات الضابطة فهي كل من اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات لقياس حجم الشركة، ونسبة الدين كمؤشر للرفع المالي من خلال قسمة الدين الكلي على الأصول الكلية ونسبة الأصول المالية الثابتة إلى الأصول الكلية (وهي عبارة عن أسهم في شركات تابعة تهدف إلى المساهمة في نشاطات الشركة المالكة لها).

من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود علاقة قوية عكسية بين مقاييس إدارة رأس المال العامل وربحية الشركة، بالإضافة إلى وجود علاقة طردية بين عدد أيام الذمم الدائنة، نسبة الدين، المبيعات، الأصول المالية الثابتة والربحية.

**5-2 دراسة (Abdul Raheman et al., 2010)**

***"Working Capital Management and Corporate performance of Manufacturing Sector in Pakistan"***

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر إدارة رأس المال العامل على أداء الشركة لعينة من الشركات الباكستانية، وعددها 204 شركات صناعية مدرجة في سوق كراتشي للأوراق المالية خلال الفترة (1998-2007)، وقد تم قياس أداء الشركة من خلال صافي الربح التشغيلي كمتغير تابع، في حين تم قياس إدارة رأس المال العامل من خلال مجموعة من المتغيرات المستقلة وهي: متوسط فترة التحصيل، معدل دوران المخزون، متوسط فترة السداد، دورة التحويل النقدية، نسبة الأصول

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

المتداولة إلى إجمالي الأصول، نسبة الخصوم المتداولة إلى إجمالي الأصول، نسبة الرفع المالي، المبيعات، نمو المبيعات ونسبة السيولة، وقد استخدمت الدراسة نموذج التأثيرات الثابتةلإجراء التحليل الإحصائي.ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة، إن إدارة رأس المال العامل تؤثر بشكل كبير على ربحية الشركات وتلعب دورا هاما في توليد القيمة للمساهمين، إذ إن دورة التحويل النقدي وصافي الدورة التشغيلية لهما تأثير عكسي على صافي الربح التشغيلي، كما إن معدل دوران المخزون يرتبط بعلاقة عكسية مع صافي الربح التشغيلي، بينما يرتبط متوسط فترة السداد بعلاقة طردية مع الربحية، وقد أشارت النتائج أيضا إلى إن درجة الاستثمار المرتفع في رأس المال العامل (السياسة المتحفظة) تشير إلى انخفاض في صافي الربح التشغيلي وان استخدام السياسة المتحفظة في تمويل الأصول المتداولة يرتبط بانخفاض في صافي الربح التشغيلي.

**2- 6 دراسة (SEN & ORUC, 2009)**

***"Relationship between Efficiency Level of Working Capital Management and Return on Total Assets in ISE"***

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مستويات كفاءة إدارة رأس المال العامل والعائد على إجمالي الأصول (ROA)، للشركات المدرجة في سوق استانبول للأوراق المالية، وعددها 49 شركة إنتاجية، خلال الفترة (2007-1993)، وقد تم استخدام نموذجين الأول ويشمل كل من دورة التحويل النقدي، صافي رأس المال العامل، نسبة السيولة كنسبة من إجمالي الأصول كمتغيرات مستقلة، بينما استخدم العائد على إجمالي الأصول كمتغير تابع،واستخدم في النموذج الثاني كل من عدد أيام الحسابات الدائنة، عدد أيام المخزون، عدد أيام الحسابات المدينة لتحديد الدورة الزمنية الفعالة وقد استخدم تحليل Panel Data.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ومن أهم نتائج الدراسة ارتباط كل المتغيرات المستقلة مع العائد على إجمالي الأصول في النموذجين بعلاقة عكسية وذات دلالة إحصائية.

**7-2 دراسة(Adewuyi& Olowookere, 2009)**

***"Impact of Governance Instruments on the Productivity of Nigerian listed Firms"***

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر أدوات الحوكمة على إنتاجية الشركات المدرجة في سوق نيجيريا للأوراق المالية خلال الفترة (2002-2006)، من خلال عينة من الشركات غير المالية عددها 64 شركة، وقد تمثلت المتغيرات المستقلة في كل من: عدد أعضاء مجلس الإدارة، نسبة المديرين الخارجين في مجلس الإدارة، نسبة ملكية المديرين لأسهم الشركة، تركز الملكية (نسبة ملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% فأكثر من أسهم الشركة)، استقلالية لجنة التدقيق، الجمع بين منصب الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، نسبة الدين، الأصول الثابتة بينما المتغير التابع الإنتاجية إذ تم قياسها من خلاالقيمة المضافة السنوية للشركة والقيمة المضافة للعامل، وقد استخدمت الدراسة عدة أساليب إحصائية منها، الانحدار المشترك Pooled Regression والتأثير الثابت Fixed Effect والتأثير العشوائي Random Effect، وقد توصلت الدراسة إلى:

- إن نسبة الدين إلى حقوق الملكية ترتبط بعلاقة طردية مع الإنتاجية.
- تركز الملكية (ملكية كبار المساهمين)يرتبط بعلاقة عكسية مع الإنتاجية.
- ملكية المديرين لأسهم الشركة ترتبط بعلاقة غير خطية مع الإنتاجية وغير دالة إحصائيا.
- حجم مجلس الإدارة يرتبط بعلاقة طردية مع الإنتاجية وهي غير دالة إحصائيا.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- استقلالية المجلس واستقلالية لجنة التدقيق ليس لهما تأثير على أداء الشركة الإنتاجي.

**8-2 دراسة (Othman, et al., 2009)**

***"The Effect of Board Structure on Shareholders' Wealth in Small Listed Companies in Malaysia"***

هدفت هذه الدراسة إلى فيما إذا كانت تركيبة مجلس الإدارة في الشركات الصغيرة تؤثر في ثروة المساهمين، لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة ماليزيا وعددها (98) خلال الفترة (2002-2004). وقد ركزت الدراسة على عناصر مجلس الإدارة (حجم المجلس، تركيبة المجلس، تعويضات المديرين) وأثرها على ثروة المساهمين، وقد تم قياس ثروة المساهمين من خلال العائد على الاستثمار وعائد السهم.

لقد توصلت الدراسة إلى إن كلاً من حجم مجلس الإدارة وتركيبة المجلس تلعب دورا مهما في التأثير على ثروة المساهمين في الشركات الصناعية الصغيرة المدرجة في بورصة ماليزيا، وان العلاقة بين حجم المجلس وثروة المساهمين طردية.

**9-2 دراسة (Nazir & Afza, 2009)**

***"Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability"***

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر سياسات إدارة رأس المال العاملعلى ربحية الشركة، إذ أجريت الدراسة على 204 شركات من 17 فرعاً صناعياً مدرجة في سوق كراتشي للأوراق المالية خلال الفترة (1998-2005)، وقد تم قياس درجة السياسة المغامرة للاستثمار في رأس المال العامل من

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

خلال قسمة إجمالي الأصول المتداولة على إجمالي الأصول، في حين تم قياس درجة السياسة التمويلية المغامرة لرأس المال العامل من خلال قسمة إجمالي الخصوم المتداولة على إجمالي الأصول، بينما تم قياس الربحية من خلال العائد على الأصول ونسبة توين كيو Tobin's Q، وقد تم إدخال كل من حجم الشركة ونمو المبيعات والرفع المالي كمتغيرات ضابطة في الدراسة، واستخدم تحليل الانحدار و Panel Data.

ومن أهم نتائج الدراسة:

- وجود علاقة عكسية معنوية بين درجة السياسة الاستثمارية المغامرة لرأس المال العامل مع الربحية الممثلة بالعائد على الأصول ونسبة توبين كيو Tobin's Q.
- وجود علاقة عكسية بين درجة السياسة التمويلية المغامرة لرأس المال العامل مع الربحية الممثلة بالعائد على الأصول.
- وجود علاقة طردية معنوية بين درجة السياسة التمويلية المغامرة لرأس المال العامل والربحية الممثلة بنسبة توبين كيو Tobin' Q.
- وجدت الدراسة بان المستثمرين يعطون وزنا أكثر للشركات التي تعتمد السياسة التمويلية المغامرة في إدارة رأس المال العامل.

**2- 10 دراسة (Bhagat & Bolton, 2008)**

***"Corporate Governance and Firm Performance"***

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على بعض الأسئلة المتكررة حول كيفية قياس الحوكمة المؤسسية، وما هي العلاقة التي تربطها بالأداء؟ وقد أخذت هذه الدراسة في الاعتبار التجانس في العلاقات بين كل من الحوكمة المؤسسية وأداء الشركة وهيكل رأس المال وهيكل الملكية. وقد تم استخدام عدة مؤشرات للحوكمة منها استقلالية مجلس الإدارة، ملكية أعضاء مجلس الإدارة للأسهم، فصل منصب رئيس المجلس عن منصب الرئيس التنفيذي، أما أداء الشركات فقد تم قياسه من خلال العائد على الأصول ROA وتوبين كيو Tobin's Q، وقد تم إجراء هذه الدراسة على الفترة (1990– 2004).

ومن أهم نتائج الدراسة:

- إن كلاً من ملكية أعضاء مجلس الإدارة وعملية الفصل بين منصب الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة ترتبط بعلاقة طردية مع الأداء التشغيلي الحالي والمستقبلي وهي ذات دلالة إحصائية.
- عدم وجود ارتباط بين مقاييس الحوكمة وأداء الأسهم السوقية المستقبلي.

**11-2دراسة(Javed, 2007)**

***"The Relationship between Corporate Governance Indicators and Firm Value: A Case Study of Karachi Stock Exchange"***

هدفت الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين مؤشرات حوكمة الشركة وقيمتها لمجموعة من الشركات الباكستانية المدرجة في سوق كراتشي للأوراق المالية وعددها 50 شركة خلال الفترة الزمنية (2003-2005)، وقد تم تحليل العلاقة بين مستوى قيمة الشركة الذي تم قياسه من خلال Tobin's Q وبين المؤشر الكلي للحوكمة المؤسسية (CGI)، بالإضافة إلى ثلاثة مؤشرات فرعية

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

وهي مجلس الإدارة، نسبة تركز الملكية، الشفافية والإفصاح، وقد أظهرت نتـــائج الدراســـة بـــأن الحوكمة المؤسسية تعد مهمة في سوق الأوراق المالية في باكستان وترتبط بعلاقة طردية معنويـــة مع Tobin’s Q، أماتركيبة مجلس الإدارة ونسبة تركز الملكيةفترتبط بعلاقة طردية معنوية مـــع الأداء ، بينما الإفصاح والشفافية فليس لهما تأثير مهم في أداء الشركة.

**12-2دراسة (Afza and Nazir, 2007)**

***"Is It Better to Be Aggressive or Conservative in Managing Working Capital?"***

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة ما بين سياسات رأس المال العامل المغامرة والمتحفظة مع الربحية والمخاطرة، واشتملت عينة الدراسة على 208 شركات مساهمة عامة مدرجة في سوق كراتشي للأوراق المالية خلال الفترة (2005-1998).

وتم قياس السياسة الاستثمارية باستخدام نسبة الأصول المتداولة إلى مجموع الأصول، أما السياسة التمويلية فقد تم قياسها من خلال نسبة الخصوم المتداولة إلى مجموع الأصول، ولقياس الربحية تم استخدام العائد على الربحية والعائد على الأصول، بينما قيمة المنشأة فقد تم قياسها بنسبة Tobin's Q.

لقد أظهرت نتائج الدراسة بان هناك علاقة عكسية بين سياسات رأس المال العامل والربحية، كما أظهرت بان هناك علاقة عكسية بين درجة المغامرة في السياسة الاستثمارية والإرباح (ألمقاسه بالعائد على الأصول)، وأشارت النتائج إلى إن هنالك علاقة عكسية ما بين درجة السياسة المغامرة في التمويل والأرباح، وان العلاقة عكسية ما بين مقاييس المخاطرة (الانحراف المعياري للمبيعات،

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

الانحراف المعياري للعائد على الأصول، الانحراف المعياري لنسبة Tobin's Q وسياسات رأس المال العامل الاستثمارية والتمويلية.

**13-2دراسة (Kieschnick, et al., 2006)**

***"Corporate Working Capital Management: Determinants and Consequences"***

تناولت هذه الدراسة إدارة رأس المال العامل من حيث المحددات والنتائج، في الشركات الأمريكية للفترة (1990-2004)،وتكونت عينة البحث من 3155 شركة، وقد استخدم لوغاريتم دورة التحويل النقدي لقياس رأس المال العامل ، وقد توصلت الدراسة إلى إن الشركات تبالغ في الاستثمار في رأس المال العامل، وان الاستثمار في رأس المال العامل يرتبط بعلاقة عكسية معنوية مع قيمة الشركة ، وان الممارسات الصناعية، وحجم الشركة، ونمو المبيعات المتوقع، ونسبة ملكية الرئيس التنفيذي لأسهم الشركة، ونسبة المديرين الخارجين في مجلس الإدارة ومكافآت الرئيس التنفيذي تؤثر على سياسة رأس المال العامل في الشركة.

**14-2دراسة (Rakshit, 2006)**

***"EVA Based Performance Measurement: A case Study of Dabur India Limited"***

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة شركة Dabur الهندية المحدودة على توليد القيمة لمساهميها وقياس أدائها من خلال تطبيق مقاييس الأداء التقليدية ومقياس الأداء الحديث القيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة (1998-2003)، وقد استخدمت الدراسة كلاً من Basic EVA و Disclosed EVA.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

لقد وجدت الدراسة بأن العائد على الاستثمار لم يعكس القيمة الحقيقية المضافة إلى ثروة المساهمين، وانه من غير الممكن الحكم على كفاءة أي قرار يتعلق بتوليد القيمة من خلال هذا المقياس، لكن استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة لقياس الأداء أعطى فكرة واضحة عن القيمة المضافة إلى ثروة المساهمين، وان الشركة خلال فترة الدراسة كانت قادرة على توليد القيمة لمساهميها.

**15-2 دراسة (Abuzar, 2004)**

***"Liquidity – Profitability tradeoff: An Empirical Investigation in An Emerging Market".***

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين السيولة والربحية، والتي تم قياسها من خلال نسبة السيولة ودورة التحويل النقدية لعينة من الشركات السعودية بلغت 929 شركة، من خلال استخدام تحليل الارتباط والانحدار، وقد وجدت الدراسة علاقة عكسية معنوية بين ربحية الشركة ومستوى السيولة فيها والتي تم قياسها من خلال نسبة التداول، وهذه العلاقة أكثر وضوحا في الشركات التي تمتاز بنسب سيولة مرتفعة وفترة تحويل النقدي طويلة، كما وجدت الدراسة إن دورة التحويل النقدي كمقياس للسيولة تعتبر أهم من نسبة التداول في التأثير على ربحية الشركة على مستوى الصناعة.

**16-2 دراسة (Brown & Caylor, 2004)**

**"Corporate Governance and Firm Performance"**

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الحوكمة المؤسسية والأداء المالي للشركات الأمريكية لعينة شملت (2327) شركة مدرجة في أسواقها المالية، وقد قام الباحثان ببناء مقاييس للحوكمة المؤسسية استنادا إلى (51) مبدأ من مبادئ الحوكمة ممثلة في سبع مجموعات وهي: التدقيق،

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ومجلس الإدارة، والمحاسبون القانونيون، ومستوى التعليم، والمكافآتلأعضاء مجلس الإدارة، والمديرون التنفيذيون، وتعاون الحكومة. أما مقاييس الأداء المالي فقد تمثلت في ثلاث مجموعات وهي:

- الأداء مقاسا بكل من العائد على حق الملكية، وهامش الربح، ونمو المبيعات.
- قيمة الشركة ممثلا في مقياس Tobin's Q.
- التوزيعات للمساهمين.

ومن أهم نتائج الدراسة:

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين جودة الحوكمة المؤسسية وبين مؤشرات الأداء المالي جميعا.
- الحجم المثالي لعدد أعضاء مجلس الإدارة يقع بين 6–15 عضوا، ويعتبر الأفضل لتحسين أداء الشركة.

**2-17دراسة (Fuerst, 2004)**

**"*Corporate Governance, Expected Operating Performance, and Pricing*"**

تناولت الدراسة كلاً من حوكمة الشركة والأداء التشغيلي المتوقع وأسعار أسهمها، وقد افترضت أنه في الوقت الذي يؤثر فيه كل من هيكل الملكية وأدوات الحوكمة على الأداء التشغيلي للمؤسسة، فإنها يمكن إن تؤثر على قدرات الأطراف ذات العلاقة في الحصول على مزايا من أطراف أخرى ذات علاقة، حيث استخدمت الدراسة منهجا تقديريا ذا مرحلتين لتقييم فيما إذا كانت نظم الحوكمة الأفضل تظهر نفسها في أداء تشغيلي مرتفع أو على شكل علاوة في سعر الأسهم.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

استخدمت الدراسة مقياس (Ohlson) لتقليل المشاكل المحتملة من استخدام مقاييس أداء محاسبية تقليدية لتقييم الدخل المتبقي المتوقع(Expected Residual Income-ERI) لسنة 1995، وأشارت نتائج الدراسة إلى:

أ- ارتباط كل من حصة الملكية الأعلى للمدير التنفيذي (Chief Executive Officer-CEO) والأشخاص الأكثر معرفة بالمؤسسة والمديرين الخارجيين بعلاقة طردية قوية مع أداء المؤسسة مقاسا بالدخل المتبقي والقيمة السوقية.

ب- ارتباط حقوق الملكية الكبيرة للمساهمين الخارجيين بعلاقة عكسية مع الأداء التشغيلي للمؤسسة.

ت- وجود علاقة عكسية بين مساهم واحد مسيطر والقيمة السوقية.

ث- عدم وجود تحسن في الأداء التشغيلي أو قيمة السهم بعد ضبط حقوق الملكية.

ج- ارتباط المتغيرات التي تمثل مكانة المدير التنفيذي (منصب المدير التنفيذي أو رئاسة مجلس الإدارة) عكسيا بالأداء التشغيلي والقيمة السوقية.

**2- 18 دراسة (Eisenberg et al., 1998)**

**"Larger Board Size and Decreasing Value in Small Firms"**

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر حجم مجلس الإدارة في الشركات الفنلندية الصغيرةوالمتوسطة على ربحيتها، من خلال عينة عددها (879) شركة خلال الفترة (1992–1994)، وقد توصلت الدراسة إلىإن حجم مجلس الإدارة في هذه الشركات يرتبط بعلاقة عكسية ومعنوية مع ربحيتها.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**يتضح للباحث من خلال استعراض الدراسات السابقة ما يلي:**

- وجود علاقات متداخلة بين ثلاثة أبعاد متمثلة في الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة ورأس المال العامل والقيمة الاقتصادية المضافة لم تتناولها هذه الدراسات مجتمعة على حد علم الباحث.
- جاءت نتائج هذه الدراسات حول طبيعة علاقة وأثر الأدوات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركة على عملياتها التشغيلية وقيمتها وربحيتها متباينة.
- جاءت نتائج هذه الدراسات حول أثر عناصر رأس المال العامل (المخزون، الذمم المدينة، الذمم الدائنة) بالإضافة إلى دورة التحويل النقدي على ربحية الشركة متباينة.
- استخدمت هذه الدراسات مقاييس الأداء المحاسبية التقليدية والحديثة على شكل مقارنات، من حيث قدرتها على تفسير عوائد الأسهم وقيمتها السوقية، لكنها لم تستخدم معيار القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء المرتبط بأثر أدوات الحوكمة الداخلية وإدارة رأس المال العامل في الشركات الصناعية.

## 3. ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بما يلي:

أ- تتناول هذه الدراسة ثلاثة أبعاد متمثلة في الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة ورأس المال العامل والقيمة الاقتصادية المضافة يتوقع أن تكون لها نتائج في أداء الشركة على الأمد البعيد، وهذا ما لم تتناوله أية دراسة سابقة على حد علم الباحث.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ب- الدراسات التي أجريت في البيئة الأردنية بحثت في تقييم كفاءة إدارة رأس المال العامل وأثره على ربحية الشركة وقيمتها السوقية وتحديد مستوى الاستثمار المطلوب فيه، في حين إن الدراسة الحالية تبحث فيما إذا كانت الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة فعالة في إدارة رأس المال العامل وبالشكل الذي ينعكس على ثروة المساهمين من خلال مقياس الأداء الشامل والمتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة.

ت- معظم الدراسات السابقة استخدمت المعايير المحاسبية التقليدية لبحث العلاقة بين إدارة رأس المال العامل وربحية الشركة، في حين إن هذه الدراسة استخدمت معيار الأداء الحديث "القيمة الاقتصادية المضافة" لقياس الأداء، لبحث العلاقة بين إدارة رأس المال العامل وثروة المساهمين.

ث- تحاول الدراسة الحالية التعرف على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية ومدى تحقيقها لقيمة اقتصادية مضافة إلى ثروة مساهميها خلال فترة الدراسة.

ح. فحص قدرة رأس المال العامل على إسهامه في تكوين القيمة الاقتصادية المضافة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# الفصل الثالث

## منهجية الدراسة

## الطريقة والإجراءات

يتناول هذا الفصل المنهجية والطريقة المتبعة في اختيار مجتمع وعينة الدراسة، ووصف لمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها، و توضيح أساليب جمع البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة ومحددات قياسها، بالإضافة إلى توضيح الأساليب الإحصائية والنماذج الرياضية التي اعتمدت في اختبار فرضيات الدراسة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# الفصل الثالث

# منهجية الدراسة

## 3-1 مجتمع الدراسة والعينة

### 3-1-1 مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية وعددها (93) شركة حسب الإحصائية المعلنة من قبل بورصة عمان للأوراق المالية لعام 2010.

### 3-1-2عينة الدراسة

لقد تم إجراء مسح شامل لمجتمع الدراسة خلال المدة الزمنية (2000−2009)، لتحديد حجم العينة من خلال تطبيق مجموعة من الشروط،وقد انطبقت هذه الشروط على (27) شركة صناعية، وشكلت ما نسبته 29.03% من حجم المجتمع، ويوضح الملحق رقم (1) عدد الشركات الممثلة لعينة الدراسة والتي اجتازت الشروط الآتية:

أ- أن تنتهي سنتها المالية في 12/31 من كل سنة ميلادية من سنوات الدراسة.

ب- أن تتوفر التقارير المالية السنوية لكل شركة خلال فترة الدراسة، من اجل الحصول على اكبر قدر ممكن من البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة لا سيما القيمة الاقتصادية

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

المضافة، وللحصول على البيانات اللازمة لاحتساب المتوسط المرجح بالقيمة الاسمية لتكلفة التمويل بالدين لكل شركة من الشركات الصناعية ولكل سنة من سنوات الدراسة.

ت- أن تتوافر أسعار الإغلاق اليومية لسهم كل شركة، وأسعار الإغلاق اليومية لمؤشر السوق خلال الفترة (2000/1/1 – 2009/12/31)، من أجل احتساب المخاطر السنوية المنتظمة (Beta) لكل شركة، والعائد السوقي السنوي (Market Return)، إذ سيتم استخدامها في حساب كلفة الملكية (Equity Cost).

ث- أن لا تكون الشركة قد شهدت عملية دمج خلال فترة الدراسة، لما له من تأثير على الهيكل التمويلي للشركة، وأسعار أسهمها.

ج- أن لا تكون الشركة قد تعرضت إلى التصفية، أو أن تكون تحت التصفية خلال فترة الدراسة.

## 3-2 أساليب جمع البيانات والمعلومات

- تم الرجوع إلى كافة المراجع المتمثلة؛ في الكتب والدوريات والرسائل الجامعية والأبحاث والمقالات، باللغتين العربية والانجليزية بهدف إغناء الجوانب النظرية للدراسة.
- تم الاعتماد في جمع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة على المصادر التالية:

أ. التقارير المالية السنوية للشركات الممثلة لعينة الدراسة للمدة (2000– 2009)، والمنشورة على الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية.

ب. التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية للمدة (2000 – 2009)، والصادرة عن الهيئة، والمنشورة على الموقع الإلكتروني للهيئة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ت. التقارير السنوية لبورصة عمان للمدة (2000 – 2009)، والصادرة عن بورصة عمان، والمتاحة على الموقع الإلكتروني للبورصة.

وبعد ذلك تم احتساب كل متغير من متغيرات الدراسة وفقا لما هو مبين في الفقرة (3–3)، وقد اعتمد التحليل الإحصائي على البيانات السنوية المجمعة خلال مدة الدراسة (2000–2009).

## 3–3 إجراءات الدراسة

فيما يلي بيان لمتغيرات الدراسة وطرق حسابها:

**3–3–1 المتغيرات المستقلة:** وتمثل الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة وتشمل ما يلي:

**3–3–1–1 ملكية أعضاء مجلس الإدارة (Board Members Ownership):** وتمثل عدد الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة في الشركة الصناعية، وتمالتعبير عنها بنسبة مئوية من المجموع الكلي لأسهم الشركة المصدرة من خلال المعادلة الآتية:

**نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة = مجموع الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة مقسوما على إجمالي أسهم الشركة المصدرة،** (Kieschnick et al., 2006).

وقد تم استبعاد أسهم أعضاء مجلس الإدارة الذين يمثلون كبار المساهمين في الشركة من المعادلة السابقة، وذلك تجنبالتكرار احتساب ملكيتهم للأسهم مرتين ولمنع التداخل بين المتغيرات.

**3-3-1-2 حجم مجلس الإدارة (Board Size):** ويمثل عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة الصناعية المساهمة العامة ( Adewuyi & Olowookere,

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

2009)، وتـــم التعبيـــر عـــن حجـــم المجلـــس بنـــسبة مئويـــة مـــن خـــلال المعادلـــة الآتيـــة:

**نـــسبة حجـــم مجلـــس الإدارة = *عـــدد أعـــضاء مجلـــس الإدارة فـــي الـــشركة مقـــسوما على 13.***

والسبب في قسمة عدد أعضاء المجلس على رقم 13، هو إن قانون الشركات الأردني رقم( 22) لسنة 1997 والقانون المعدل رقم (40) لسنة 2002 قد اشترط في المادة (132/ أ) من الفصل الثامن "على أن لا يقل عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة المساهمة العامة عن ثلاثة أعضاء ولا يزيد على ثلاثة عشر عضوا"، ولكي يتم توحيد وحدات القياس للمتغيرات، فقد تمت قسمة عدد أعضاء المجلس على رقم 13، للحصول على نسبة مئوية كون إن العدد 13 يمثل الحد الأقصى لعدد أعضاء المجلس أي 100 %.

**3-3-1-3 ملكية كبار المساهمين (Block Shareholders Ownership)**: وهي تمثل مجموع ملكية المساهمين الذين يملكون 5 % فأكثرمن أسهم الشركة حسب التعريف المتبع في بورصة عمان للأوراق المالية، وقد تم التعبير عنها بنسبة ملكية كبار المساهمين، وتم حسابها وفق المعادلة الآتية:

**نسبة ملكية كبار المساهمين = *مجموع نسب ملكية المساهمين الذين يملكون 5% فأكثر من أسهم الشركة.***

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**3-3-2 المتغير الوسيط: صافي رأس المال العامل (Net Working Capital)**

وتم قياسها من **(Net Working Capital Ratio)** ويعبر عنه بنسبة صافي رأس المال العامل خلال المعادلة الآتية ( p. 616،Gitman, 2000:):

**نسبة صافي رأس المال العامل = (الأصول المتداولة – الخصوم المتداولة) / إجمالياالأصول.**

**3-3-3 المتغير التابع**

**القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)**

تم حساب القيمة الاقتصادية المضافة التي اعتمدتها شركة Stern Stewart من خلال المعادلة الآتية (ACMA, 2009):

**EVA=** ***NOPAT –(WACC x CE) …..(1-3)***

حيث تمثل:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added)

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (Net Operating Profit after Tax)

WACC: المتوسط المرجح لكلفة رأس المال(Weighted Average Coast of Capital)

CE: رأس المال المستثمر (Capital Employed).

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

لقد تم استخدم القيمة الاقتصادية المضافة الأساسية (Basic EVA) في هذه الدراسة، والتي لا تتطلب إجراء أية تعديلات على صافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر(النعيمي والتميمي، 2008، ص. 135 ، Ehrbar, 1998, P. 164).

أما البيانات اللازمة لاحتساب القيمة الاقتصادية المضافة الأساسية فهي:

أ- صافي الربح التشغيلي قبل الفائدة وبعد الضريبة لكل شركة ولكل سنة من سنوات الدراسة.

ب- أسعار إغلاق الأسهم اليومية لكل شركة خلال فترة الدراسة الممتدة من 2000/01/01 – 2009/12/31.

ت- قيم إغلاق مؤشر السوق اليومي خلال فترة الدراسة الممتدة من 2000/01/01 – 2009/12/31.

ث- القيمة الدفترية الإجمالية للقروض الطويلة الأجل والقصيرة الأجل ذات الفائدة لكل شركة ولكل سنة من سنوات الدراسة.

ج- القيمة الدفترية الإجمالية لحقوق الملكية لكل شركة ولكل سنة من سنوات الدراسة.

ح- أسعار الفائدة الواردة في هيكل أسعار الفائدة المعلن عنه من قبل البنك المركزي الأردني، لكل سنة من سنوات الدراسة، لاحتساب كلفة القروض قصيرة وطويلة الأجل لكل شركة محل الدراسة.

خ- معدل ضريبة الدخل المفروضة على القطاع الصناعي والمحددة بموجب قانون ضريبة الدخل رقم (57) لسنة 1985 وتعديلاته وهي 15% من الدخل الخاضع إلى الضريبة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

تم حساب **صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة** بناء على المعادلة الآتية (Rakshit, 2006):

**NOPAT =*Operating Profit (1 – Tax)*  ……(2-3)**

إذ إن:

NOPAT: يمثلصافي الربح التشغيلي بعد الضريبة.

Operating Profit:  يمثل الربح التشغيلي.

Tax: يمثل معدل الضريبة.

أما بالنسبة **لحساب المتوسط المرجح لكلفة رأس المال (WACC)** فقدتم حسابه وفقا للمعادلة الآتية *(النعيمي والتميمي، 2008، ص. 140)*:

$$WACC=( D /( D+E))\ K_D\ (1-t) +( E/( D + E))\ (K_E) \quad ……(3\text{-}3)$$

إذ إن:

WACC: المتوسط المرجح لكلفة رأس المال.

D: القيمة الدفترية الإجمالية للديون الطويلة الأجل والقصيرة الأجل ذات الفائدة ( Total Book Value of Long and Short Term Debt)

E: القيمة الدفترية الإجمالية لحقوق الملكية (Total Book Value of Equity)

t: نسبة ضريبة الدخل (Tax)

$K_d$: معدل الفائدة على الديون (Interest Rate on Debt)

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

لقد واجه الباحث مشكلة في حساب الفائدة على الديون عند مراجعة القوائم المالية للشركات محل الدراسة، والتي تمت الإشارة إليها في الفصل الأول من هذه الدراسة تحت بند محددات الدراسة، إذ تبين بأن عدداً كبيراً من الشركات لم تذكر في تقاريرها المالية، نسبة الفائدة على كل من الديون الطويلة الأجل، والقصيرة الأجل، كما أنها لم تفصل بين مصاريف الفوائد المدفوعة على القروض القصيرة الأجل، ومصاريف الفائدة المدفوعة على القروض الطويلة الأجل، بل دمجتها في رقم واحد، وهذا دفع بالباحث إلى احتساب المتوسط السنوي المرجح للفائدة المدفوعة على هذه الديون، من خلال الاعتماد على أسعار الفائدة المعلنة من قبل البنك المركزي الأردني ولكل سنة من سنوات الدراسة، وبالتالي تم على ضوء هذه الأسعار احتساب المتوسط المرجح السنوي للفائدة على ديون الشركة، من خلال إجراء النسبة والتناسب بين كل من القروض قصيرة الأجل على إجمالي الديون مضروبة بالفائدة على القروض قصيرة الأجل، ومضافا إليها القروض طويلة الأجل على إجمالي الديون مضروبة بنسبة الفائدة على القروض طويلة الأجل ولكل شركة وكل سنة من سنوات الدراسة، والملحق رقم (2) يبين هيكل أسعار الفائدة المعلن عنه من قبل البنك المركزي الأردني لكل سنة من سنوات الدراسة.

$K_E$: تمثل كلفة الملكية (Cost of Equity) وقد تم حساب هذه **الكلفة**وفقالنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (**Capital Assets Pricing Model**) وطبقا للمعادلة الآتية: (Brealey & Allen, 2008, p. 214-217)

$$\mathbf{K_E = R_f + \beta_i \, (R_m - R_f)} \quad \text{......(4-3)}$$

إذ إن:

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

$K_E$: تمثل كلفة الملكية (Coast of Equity).

$R_f$: تمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة (Risk Free)، وقدتم اعتماد معدل الفائدة على شهادات الإيداع لمدة ثلاثة أشهر، لأن البنك المركزي قد أصدر عددا محدودا جدا من أذونات الخزينة خلال فترة الدراسة، على عكس شهادات الإيداع التي أصدر منها عددا كبيرا ويتم تداولها على نطاق واسع، وقد تم اعتماد متوسط الفائدة لعدد الإصدارات السنوية، ولكل سنة من سنوات الدراسة(حطاب وجمايد، 2008).والملحق رقم (3) يبين عدد شهادات الإيداع السنوية المصدرة من قبل البنك المركزي الأردني، وأسعار الفائدة عليها خلال سنوات الدراسة.

$\beta_i$: يمثل معامل بيتا الشركة، وهو مقياس للمخاطر النظامية ويقيس حساسية تقلب عائد السهم إلى عائد محفظة السوق (الرقم القياسي لأسعار الأسهم).

وقد تم حساب معامل بيتا (β) للشركات عينة الدراسة بالاعتماد على العوائد اليومية لأسهم الشركات إلى جانب عائد السوق اليومي، ومن خلال المعادلة الآتية (Reilly & Brown, 2006, p.p. 240-246):

$$\boldsymbol{\beta_i = COV\,(R_i,R_m)/\,\delta^2_{Rm}\ \ldots\ldots(5\text{-}3)}$$

إذ إن:

$\beta_i$: معامل بيتا السنوي للشركة.

$R_i$: عائد سهم الشركة اليومي.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

$R_m$: العائد السوقي اليومي

COV(Ri,Rm): التباين المشترك بين عائد السهم وعائد محفظة السوق.

$\delta^2_{Rm}$: التباين لعائد محفظة السوق.

وقد تم حساب **عائد سهم الشركة اليومي** من خلال المعادلة الآتية:

$$\mathbf{R_i = P_t - P_{t-1} / P_{t-1} \quad ......(6\text{-}3)}$$

إذ إن:

$R_i$: عائد سهم الشركة خلال اليوم$t$.

$P_t$: سعر إغلاق سهم الشركة في اليوم$t$.

$P_{t-1}$: سعر إغلاق سهم الشركة في اليوم t-1 .

أما **العائد اليومي لمحفظةالسوق $R_m$** فقد تم حسابه من خلال المعادلة الآتية:

$$\mathbf{R_m = Index_t - Index_{t-1} / Index_{t-1} \; ......(7\text{-}3)}$$

إذ إن:

$R_m$: يمثل عائد السوق خلال اليوم$t$

$Index_t$: يمثل قيمة إغلاق مؤشر السوق في نهاية اليوم$t$

$Index_{t-1}$: يمثل قيمة إغلاق مؤشر السوق في نهاية اليومt-1

لقد تم استخدام قيم العائد السوقي حسب المعادلة أعلاه في حساب قيمة بيتا السنوية للشركة، ولم تكن هناك مشكلة في ذلك، لأن معامل بيتا الشركة يمكن أن تكون قيمته سالبة أو موجبة، لكن عند

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

حساب كلفة الملكية حسب نموذج CAPM فقد ظهرت بعض قيم عائد محفظة السوقسالبة خلال سنوات الدراسة، والتي يصعب معها تطبيق هذا النموذج على بورصة عمان للأوراق المالية، وقد تمت الإشارة إلى ذلك في الفصل الأول من هذه الدراسة تحت بند محددات الدراسة.

لقد أشار (حطاب وجمايد، 2008) إلى إن نموذج CAPM لا ينطبق على الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، كما انه يعتبر سوقاً غير كفؤ، وقد تعرض إلى العديد من الأزمات المالية التي أثرت فيه، مما انعكس ذلك على عائده السوقي السنوي، مسببا قيما سالبة لهذا العائد في بعض السنوات، وقد أشار كل من Varma رئيس لجنة سوق بومباي للأوراق المالية في دراسته (Varma & Barua, 2006)، و (Rakshit, 2006)، بأنه يمكن التغلب على هذه المشكلة المتعلقة بحساب عائد محفظة السوق السنوي من خلال حساب العوائد اليومية لمؤشر السوق على الأجل الطويل، وقسمة مجموعها على مجموع عدد أيام التداول، وضرب الناتج بعدد أيام التداول السنوية، وبناءً على ذلك فقد تم التغلب على هذه المشكلة من خلال ما يلي:

أ- تم حساب العائد اليومي لمؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية على المدى الطويل منذ تاريخ 2000/01/01 – 2009/12/31 من خلال المعادلة رقم (3-7) أعلاه.

ب- تم جمع هذه القيم خلال هذه الفترة وقسمتها على مجموع عدد أيام التداول خلال الفترة أعلاه، وقد تم الحصول على معامل ذي قيمة موجبة.

ت- تم ضرب المعامل بعدد أيام التداول لكل سنة من سنوات الدراسة.

ث- تم الحصول على عائد محفظة سوق سنوي موجب لكل سنة من سنوات الدراسة، إذ بلغ حده الأعلى 12.6% بينما حده الأدنى 12.15%.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ج- تم استخدام العائد السنوي لمحفظة السوق في حساب كلفة ملكية الأسهم من خلال تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM المعادلة رقم (3-4)، والملحق رقم (4) يبين كيفية احتساب عائد محفظة السوق السنوي.

أما **رأس المال المستثمر(Capital Employed)** فقد تم حسابه من خلال طرح الخصوم المتداولة من إجمالي الأصول ، وكما هو مبين في المعادلة الآتية (النعيمي والتميمي، 2008، ص. 139):

**Capital Employed =** ***Total Assets – Current Liabilities*** **……(8-3)**

**إذ إن:**

Capital Employed : يمثل رأس المال المستثمر.

Total Assets : يمثل إجمالي الأصول.

Current Liabilities : يمثل الخصوم المتداولة.

## 4-3 تصميم الدراسة والمعالجة الإحصائية

### 1-4-3 المعالجة الإحصائية لنموذج الدراسة

، والتي تتضمن كلاً (Panel Data)تندرج البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة تحت مسمى بيانات ، وعليه (Cross-Section Data) والبيانات المقطعية (Time Series Data)من بعدي الزمن ، وذلك لتفادي العيوب التي تعاني منها النماذج (Panel Data)سوف يتم استخدام نموذج بيانات ، ومن هذه العيوب:(Gujarati, 2003, P. 636-637)المعتمدة على البيانات القطاعية فقط

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

أ- تتعامل البيانات القطاعية مع وحدات معينة، كمجموعة من الشركات على إن لها نفس الخصائص والعوامل المؤثرة فيها، متجاهلة انه يمكن أن تتفاوت هذه الخصائص والعوامل من شركة إلى أخرى.

ب- البيانات القطاعية تتجاهل عنصر الزمن، على الرغم من إن بعض المتغيرات المستقلة قد تتغير عبر الزمن.

ت- البيانات القطاعية توفر أحيانا، مشاهدات قليلة، وبالتالي تؤثر على كفاءة المعاملات المقدرة بشكل سلبي.

ومن مزايا نموذج بيانات (Panel Data):

- إن نموذج بيانات (Panel Data) يتفادى العيوب التي تعاني منها النماذج المعتمدة على

السلاسل الزمنية، من حيث إهمالهالأثر التغير في سلوك المتغير من مفردة إلىأخرى، ويفترض إن الشركات تتصرف وتستجيب بنفس الطريقة تجاه حدث ما.

- يأخذ في الاعتبار تفاوت الشركات من حيث الخصائص والعوامل المؤثرة في كل شركة، بالإضافةإلى تعامله مع عنصر الزمن.
- يستخدم لتكبير حجم العينة، عندما لا تتوافر بيانات كافية من نوع السلاسل الزمنية، أو من نوع البيانات القطاعية، كل على حدة، بحيث توفر عدداً اكبر من المشاهدات مما يزيد من درجات الحرية (Degree of Freedom)، ويحسن من كفاءة التقدير القياسي (Econometric Estimation).

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- يمكّن هذا النموذج من احتساب عدم التجانس غير المشاهد (Unobserved Heterogeneity) في الشركات عبر الزمن، على شكل الأثر الخاص بكل شركة (Unobserved Firm – Specific Effect).
- يعمل هذا النموذج على خفض الارتباط المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، بالإضافةإلى الحد من التحيز المحتمل الناتج عن التقدير، الذي يعزى إلى الارتباط بين أي اثر فردي غير مشاهد.

وبهدف تحليل هذه البيانات، فقد تم استخدام برنامج(Eviews)*، وهو برنامج متخصص بالتحليلالإحصائي والاقتصاد القياسي والتنبؤ، وقد استخدم في العديد من الدراسات المالية الحديثة، التياعتمدت على بيانات سلاسل قطاعية.

ويمكن التعبير عن الصيغة العامة لهذه البيانات بالمعادلة الآتية:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_i x_{it} + \gamma_t + \delta_i + \varepsilon_{it}$$

إذإن:

$y_{it}$:المتغير التابع للشركة (i) في السنة (t).

i: تمثل مشاهدات وحدات البيانات القطاعية كالشركات مثلا وعددها (N).

* لمزيد من المعلومات انظر(http:// www.eviews.com)

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

t: تمثل السنة ضمن الفترة الزمنية (T) للدراسة.

$\beta_i$: تمثل المعاملات المقدرة للمتغيرات المستقلة.

$\alpha_i$: تعبر عن الحد الثابت.

$X_{it}$: تعبر عن المتغيرات المستقلة للشركة (i) في السنة (t).

---

$\varepsilon it$: تعبر عن الخطأ العشوائي لكل من البيانات المقطعية للشركات الصناعية (i= 1,2....,n)، والبيانات السنوية (t=1,2,…,m).

$\delta_i$و $\gamma t$: فتعبران عن التأثير الخاص لكل من البيانات المقطعية والسنوية على التوالي (سواء أكان التأثير ثابتا أم عشوائيا).

**3-4-1-1 نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model)**

يفترض هذا النموذج بان ميل معاملات المتغيرات المستقلة لا يتغير عبر الزمن، وهو نفسه لجميع الشركات، إلا إن هذا النموذج يفترض بان التقاطع (Intercept) يتغير بتغير الشركات ولا يتغير عبر الزمن، وهذا يعكس خصوصية كل شركة من خلال استخدام المتغيرات الوهمية Dummy Variable للشركات، وهو ما يعرف بطريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least Square Dummy Variable)(Gujarati, 2003, P. 640-646).

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

### 3-4-1-2 نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model)

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية بديلا عن نموذج التأثيرات الثابتة، وقد صمم هذا النموذج ليتعامل مع المتغيرات غير المشاهدة على أنها متغيرات عشوائية يتم تضمينها في الخطأ العشوائي، وبالتالي تقدر المعادلة السابقة وفقا لطريقة (Generalized Least Squares) (Gujarati,2003, P. 647-649).

## 3-5 الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات

لقد تم استخدام العديد من الاختبارات، بحيث يتناسب كل اختبار مع الغاية التي يستخدم من أجلها، وفيما يلي عرض لهذه الاختبارات:

- الإحصاء الوصفي لبيان خصائص متغيرات الدراسة، إذ تم استخدام الوسط الحسابي كأحد مقاييس النزعة المركزية، وأكبر قيمة وأقل قيمة، والانحراف المعياري كمقياس لتشتت البيانات عن وسطها الحسابي.
- لاختبار التوزيع الطبيعي (Normality Distribution) للبيانات فقد تم استخدام اختبار Kolmogorov-Simirnov.

---

- اختبار الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة (Multicollinearity)، إذ تم استخدام اختبار Variance Inflation Factor (VIF) لفحص الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation) بين الأخطاء الداخلة في معادلة الانحدار، والمعبر عنه بقيمة (Durbin-Waston)، وتنحصر قيمتها بين (صفر) و (4)، وكلما اقتربت من القيمة (2) دل ذلك على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي (الحسناوي، 2002، ص.ص. 439-465).
- اختبار استقرارية البيانات (Data Stationary): لاختبار استقرارية البيانات فإنه يتم استخدام اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test)، إذ يعمل هذا الاختبار على ربط معلومات السلاسل الزمنية ومعلومات البيانات المقطعية مع بعضها بعضا. ويهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص خواص السلاسل الزمنية والتأكد من مدى استقراريتها، وهناك العديد من الاختبارات التي طورت لهذه الغاية، وقد تم استخدام اختبار (Levin- lin- Chu Test) (LLC) لفحص استقرارية بيانات متغيرات الدراسة.
- اختبار الارتباط لقياس قوة واتجاه العلاقة بين المتغيرات، وقد تم استخدام مصفوفة بيرسون للارتباط (Pearson Correlation Matrix).
- تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد والبسيط لدراسة أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة ضمن نموذجي التأثيرات الثابتة (Fixed Effects)، والتأثيرات العشوائية (Random Effects).

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- اختبار هاوسمان (Hausman Test, 1987)، إذ يطبق هذا الاختبار على بيانات (Pooled Data)، وذلك لاتخاذ القرار حول استخدام نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية لاختبار فرضيات الدراسة (Adewuyi & Olowookere, 2009).

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# الفصل الرابع

## التحليل الإحصائي

سيتم في هذا الفصل عرض نتائج اختبار فرضيات الدراسة الرئيسة والفرعية

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# الفصل الرابع

# عرض نتائج التحليل الإحصائي لفرضيات الدراسة

بعد أن تم توضيح الطريقة والإجراءات في الفصل الثالث، والذي تضمن عرض لمجتمع الدراسة، والعينة وشروط اختيارها، وأساليب جمع البيانات، وكيفية قياس المتغيرات الخاصة بنموذج الدراسة، والأساليب الإحصائية، والنموذج العام لاختبار الفرضيات، فقد تم إجراء الاختبارات الإحصائية لهذه الفرضيات وبأدناه نتائج الاختبارات:

## 4-1 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة واختبار التوزيع الطبيعي

لغايات وصف متغيرات الدراسة إحصائيا، فقد تم احتساب الوسط الحسابي، وأكبر قيمة وأقل قيمة، والانحراف المعياري لكل من؛ ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة في الشركة، صافي رأس المال العامل، القيمة الاقتصادية المضافة، كما تم اختبار التوزيع الطبيعي لهذه المتغيرات (Normality Test). إذأظهرت نتائج اختبار (Kolmogorov-Simirnov)، إن البيانات موزعة توزيعا طبيعيا، لأن قيمة P- Valueاكبر من 5% وكما في الجدول رقم (1).

يتضح من الجدول رقم (1) إن متوسط ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة قد بلغ 9.27%، في حين بلغت أعلى قيمة له 53.91% من أسهم الشركة، بينما بلغت أقل قيمة له 0.10% من أسهم الشركة، وبانحراف معياري مقداره 6.99 %، ونظرا لاستثناء أعضاء مجلس الإدارة الذين

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

يمثلون كبار المساهمين في الشركة ويملكون 5% أو أكثر من أسهمها، يلاحظ بأن متوسط نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة من أسهم الشركة منخفضة.

أما متوسط نسبة ملكية كبارالمساهمين لأسهم الشركة فقد بلغ 44.58 % ،في حين بلغت أعلى قيمة لها 81.20 % من أسهم الشركة، بينما بلغت أقل قيمة لها 0.00 % (أي عدم وجودأي مساهم يملك 5% أو أكثر من أسهم الشركة)، وبانحراف معياري مقداره 20.63 %، ويشيرارتفاع متوسط ملكية كبارالمساهمين لأسهم الشركة الصناعية إلى تركز الملكية بيدعدد قليل من المساهمين.

كما يشيرالجدول رقم (1) إلى إن متوسط حجم مجلس الإدارة في الشركات عينة البحث قد بلغ 68.52 % أي بمعدل 9 أعضاء،في حين بلغت أعلى قيمة له 100 % أي 13 عضو، واقل قيمة 38.50% أي 5 أعضاء، وبانحراف معياري مقداره 14.71 %، ويدل متوسط عددأعضاءمجلس الإدارة في الشركة الصناعية البالغ 9 أعضاء إلى إن هذا العدد يعتبرمن الأعداد المثالية ( Brown & Caylor, 2004).

أما متوسط نسبة صافي رأس المال العامل من إجمالي الأصول فقد بلغ 32.25%، وأعلى قيمة له 81.30 %، واقل قيمة −16.80%، وبانحراف معياري مقداره 21.57 %. ويلاحظ إن متوسط نسبة صافي رأس المال العامل في الشركات عينة البحث موجب، ويشكل نسبة لا باس بها من إجمالي الأصول، وهذا يعني إن الشركات قيد البحث والدراسة تستخدم بعض مصادر التمويل طويلة الأجل للاستثمار برأس المال العامل، لضمان عنصر توافر السيولة، ولتكون أكثر تحفظا في توجهها عند إدارة أصولها المتداولة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

وأخيرا فقد بلغ متوسط القيمة الاقتصادية المضافة (410 ,112-) دينار أردني، وأعلى قيمة مقدارها (664 ,803 ,7) دينار أردني، واقل قيمة لها (384 ,276 ,13-) دينار أردني، وانحراف معياري مقداره (807.3 ,567 ,1) مليون دينار، ويتضح من متوسط القيمة الاقتصادية المضافة، بان الشركات الصناعية المساهمة عينة الدراسة قد حققت متوسط قيمة اقتصادية سنوية سالبة خلال فترة الدراسة مما يدل على إن إدارة الشركات لم تتمكن من تحقيق زيادة في القيمة المضافة من الدينار المستثمر.

**الجدول رقم (1)**

**الإحصاء الوصفي واختبار التوزيع الطبيعي**

**Descriptive Statistics and Normality Test**

| EVA JD | NWC % | BSIZE % | SOWN % | BOWN % | Variable / Statistical Measure |
|---|---|---|---|---|---|
| **-112,410** | **32.25** | **68.52** | **44.58** | **9.27** | Mean |
| **7,803,664** | **81.30** | **100.00** | **81.20** | **53.91** | Maximum Value |
| **-13,276,384** | **-16.80** | **38.50** | **0.00** | **.10** | Minimum Value |
| **1,567,816** | **21.57** | **14.71** | **20.63** | **6.99** | Standard Deviation |
| **1.67** | **1.850** | **0.586** | **1.080** | **1.409** | Kolmogorov- Simirnov |
| **0.099** | **0.068** | **0.882** | **0.194** | **0.090** | Probability |

إذ إن BOWN ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، SOWN ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، BSIZE حجم مجس الإدارة في الشركة، NWC صافي رأس المال العامل، EVA القيمة الاقتصادية المضافة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

## 2-4 مصفوفة ارتباط (Pearson) لمتغيرات الدراسة

تم إجراء تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة من خلال مصفوفة ارتباط (Pearson)، والجدول رقم (2) يبين نتائج الارتباط بين متغيرات الدراسة. ومنه يتضح إنمعاملات الارتباط بين المتغير الوسيط صافي رأس المال العامل (NWC)، والمتغيرات المستقلة (ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة SOWN، حجم مجلس الإدارة BSIZE طردية (موجبة) ولكنها متباينة من حيث القوة، إذ بلغت (0.117، 0.037) وعلى التوالي. وكانت أقواها مع ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة. بينما معامل الارتباط بين ملكية أعضاء مجلس الإدارةلأسهم الشركة والمتغير الوسيط صافي رأس المال العامل عكسية (سالبة)، وقد بلغت (− 0.093).

في حين إن معاملات الارتباط بين المتغير التابع القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)،والمتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط (ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة BOWN، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة SOWN، حجم مجلس الإدارة BSIZE، صافي رأس المال العامل NWC) متباينة من حيث القوة ، إذ ترتبط جميعها بعلاقة عكسية (سالبة) مع المتغير التابع القيمة الاقتصادية المضافة وعلى التوالي (−0.035، − 0.10، −0.035، −0.242)، أقواها مع صافي رأس المال العامل.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**الجدول رقم (2)**

**مصفوفة ارتباط (Pearson)**

| Variables | BOWN | SOWN | BSIZE | NWC | EVA |
|---|---|---|---|---|---|
| BOWN | 1 | -0.335 | 0.353 | -0.093 | -0.035 |
| SOWN | -.335 | 1 | -0.473 | 0.117 | -0.10 |
| BSIZE | 0.353 | -0.473 | 1 | 0.037 | -0.035 |
| NWC | - 0.093 | 0.117 | .037 | 1 | -0.242 |
| EVA | -.035 | -0.10 | -.035 | -.242 | 1 |

إذ إن BOWN ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، SOWN ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، BSIZE حجم مجلس الإدارة في الشركة، NWC صافي رأس المال العامل، EVA القيمة الاقتصادية المضافة.

## 3-4 الارتباط المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة

تم إجراء اختبار (Variance Inflation Factor) لمعرفة فيما إذا كانت هنالك مشكلة ارتباط متعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، وقد جاءت نتائج الاختبار عدم وجود مشكلة ارتباط متعدد بين هذه المتغيرات، إذ إن جميع قيم VIF أقل من (10). والجدول رقم (3) يبين نتائج الاختبار.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**جدول رقم (3)**

**نتائج اختبار الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة**

| VIF | Independent Variable |
|---|---|
| 1.154 | BOWN |
| 1.241 | SOWN |
| 1.216 | BSIZE |
| 1.030 | NWC |

حيث إن BOWN ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، SOWN ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، BSIZE حجم مجلس الإدارة في الشركة، NWC صافي رأس المال العامل

## 4-4 اختبار استقرارية البيانات (Stationary) لمتغيرات الدراسة

يشير الجدول رقم (4) إلى نتائج اختبار استقرارية البيانات المتعلقة بعينة البحث، وذلك باستخدام اختبار Levin-Lin- Chu (LLC). ومنه يتضح أن جميع بيانات السلاسل الزمنية المستخدمة في الدراسة مستقرة مع مرور الزمن لأن جميع القيم الاحتمالية (P- Value) للمتغيرات لم تتجاوز مستوى 5%، أي معنوية.

## 4-5 اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي (Fixed Effect & Random Effect)

لغايات اعتماد التأثير الثابت أو التأثير العشوائي لاختبار فرضيات الدراسة، فقد تم استخدام اختبار هاوسمان Hausman Test وعلى مستوى كل فرضية من فرضيات الدراسة وعلى وفق الأتي:

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**جدول رقم (4)**

**نتائج اختبار استقرارية البيانات (Stationary)**

| First Difference | | | Level | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Result** | **ProbabilityP-Value** | **Calculated Value** | **Result** | **ProbabilityP-Value** | **Calculated Value** | **المتغير** |
| Stationary | 0.00 | -13.44 | Stationary | 0.00 | -7.38 | BOWN |
| Stationary | 0.00 | -17.74 | Stationary | 0.00 | -8.36 | SOWN |
| Stationary | 0.00 | -13.63 | Stationary | 0.00 | -8.65 | BSIZE |
| Stationary | 0.00 | -14.19 | Stationary | 0.00 | 6.17- | NWC |
| Stationary | 0.00 | -16.95 | Stationary | 0.00 | -9.40 | EVA |

إذ إن BOWN ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، SOWN ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، BSIZE حجم مجلس الإدارة في الشركة، NWC صافي رأس المال العامل، EVA القيمة الاقتصادية المضافة.

### 4-5-1 اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي المتعلق بفرضية الدراسةالرئيسة الأولى

يعرض الجدول رقم (5) نتائج اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي وفقا لاختبار هاوسمان (Hausman Test). ومنه يتضح إن القيمة الإحصائية لاختبار كاي تربيع $X^2$ (8.34) أكبر من القيمة الاحتمالية P-Value لاختبار كاي تربيع $X^2$ والبالغة (0.016) وهي أقل من 5%، وعليه نرفض التأثير العشوائي ونقبل التأثير الثابت.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**جدول رقم (5)**

**نتائج اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي للفرضية الرئيسة الأولى**

| | |
|---|---|
| 8.34 | Statistical Value ($X^2$) |
| 0.016 | Probability Value ($X^2$) |
| Fixed Effect | Result |

**4-5-2 اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي المتعلق بفرضية الدراسةالرئيسة الثانية**

يعرض الجدول رقم (6) نتائج اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي وفقا لاختبار هاوسمان (Hausman Test). ومنه يتضح إن القيمة الإحصائية لاختبار كاي تربيع $X^2$ (13.36) أكبر من القيمة الاحتمالية P-Value لاختبار كاي تربيع $X^2$ والبالغة (0.002) وهي أقل من 5%، وعليه نرفض التأثير العشوائي ونقبل التأثير الثابت.

**جدول رقم (6)**

**نتائج اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي للفرضية الرئيسة الثانية**

| | |
|---|---|
| 13.36 | Statistical Value ($X^2$) |
| 0.002 | Probability Value ($X^2$) |
| Fixed Effect | Result |

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**4-5-3 اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي المتعلق بفرضية الدراسةالرئيسة الثالثة**

يعرض الجدول رقم (7) نتائج اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي وفقا لاختبار هاوسمان (Hausman Test). ومنه يتضح إن القيمة الإحصائية لاختبار كاي تربيع $X^2$ (10.23) أكبر من القيمة الاحتمالية P-Value لاختبار كاي تربيع $X^2$ والبالغة (0.016) وهي أقل من 5%، وعليه نرفض التأثير العشوائي ونقبل التأثير الثابت.

**جدول رقم (7)**

**نتائج اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي للفرضية الرئيسة الثالثة**

| | |
|---|---|
| 10.23 | Statistical Value ($X^2$) |
| 0.016 | Probability Value ($X^2$) |
| Fixed Effect | Result |

**4-5-4 اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي المتعلق بفرضية الدراسةالرئيسة الرابعة**

يعرض الجدول رقم (8) نتائج اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي وفقا لاختبار هاوسمان (Hausman Test).ومنه يتضحإن القيمة الإحصائية لاختبار كاي تربيع $X^2$ (16.08) أكبر من القيمة الاحتمالية P-Value لاختبار كاي تربيع $X^2$ والبالغة (0.005) وهي أقل من 5%، وعليه نرفض التأثير العشوائي ونقبل التأثير الثابت.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**جدول رقم (8)**

**نتائج اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي للفرضية الرئيسة الرابعة**

| | |
|---|---|
| 16.08 | Statistical Value ($X^2$) |
| 0.005 | Probability Value ($X^2$) |
| Fixed Effect | Result |

## 4-6 نتائج اختبار فرضية الدراسة الرئيسة الأولى وفرعياتها

### 4-6-1 نتائج اختبار الفرضية الرئيسة الأولى

**$H_{01}$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة (ملكية أعضاء مجلس الإدارة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة) مجتمعة على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

يعرض الجدول رقم (9) نتائج اختبار الارتباط الذاتي والانحدار المتعدد المتعلق بالفرضية الرئيسة الأولى، ومنه يتضح إن قيمة (Durbin-Waston) قد أشارت إلى عدم وجود ارتباط ذاتي (Autocorrelation) بين الأخطاء الداخلة في معادلة الانحدار، وقد بلغت قيمتها (0.8986)، وهي ضمن الحدود المقبولة لهذا الاختبار. وعليه وبناءً على ذلك فإن نتائج اختبار F تشير إلى رفض الفرضية الصفرية $H_{01}$، وقبول الفرضية البديلة $H_1$، ومفادها يوجد **أثر للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة مجتمعة على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية،**

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

لأن قيمة F- Calculated المحسوبة تساوي (51.13)، وهي معنوية عند مستوى دلالة 5%، وأكبر من قيمة F- Tabulated الجدولية والتي تساوي (2.99). وان أثر المتغيرات المستقلة لها قوة تفسيرية مرتفعة للمتغير التابع صافي رأس المال العامل، إذ بلغت قيمة معامل التحديد $R^2$(89%). أي أنها فسرت 89 % من التغير الذي حصل في صافي رأس المال العامل.

**جدول رقم (9)**

**نتائج الاختبار الذاتي والانحدار المتعدد لأثرالأدوات الداخلية لحوكمة الشركة مجتمعة على صافي رأس المال العامل ضمن نموذج التأثير الثابت**

| Dependent Variable (NWC) | | | |
|---|---|---|---|
| Method: Panel ELS (Cross-section Weights) | | | |
| Probability (P- Value) | T-Test | B | Variables |
| 0.8355 | -0.2078 | -0.0315 | BOWN |
| 0.0071 | 2.7172 | 0.1839 | SOWN |
| 0.0000 | 4.2481 | 0.4419 | BSIZE |
| **% 89 :($R^2$)** | | | |
| **0.8986:(DW) Test** | | | |
| **Probability(F)** | **Tabulated Value** | **Calculated Value** | **TestF-** |
| 0.0000 | 2.99 | 51.13 | |

إذ إن BOWN ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، SOWN ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، BSIZE حجم مجلس الإدارة في الشركة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

### 4-6-2 نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسة الأولى

**: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة على صافي $H_{01.1}$ رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

يعرض الجدول رقم (10) نتائج اختبار الانحدار البسيط والمتعلق بالفرضية الفرعية الأولى أعلاه، ومفادها **لا** $H_{0.1}$الصفرية من الفرضية الرئيسة الأولى. ومنه يتضح قبول الفرضية الصفرية **يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية أعضاء مجلس الإدارة على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية،** لأنه عند اختبار الفرضية عند مستوى دلالة 5% ) وهي اقل من قيمة 0.0734 المحسوبة (T- Calculatedوجدت أنها غير معنوية، إذ بلغت قيمة )، وهي تشير إلى علاقة طردية بين ملكية أعضاء (1.96 الجدولية والتي تبلغ T- Tabulated مجلس الإدارةلأسهم الشركة وصافي رأس المال العامل، علما بان القوة التفسيرية للمتغير المستقل ضعيفة، إذ بلغت قيمة معامل التحديد ($R^2$ 8.9.(%

**جدول رقم (10)**

**نتائج اختبار الانحدار البسيط لأثرملكية أعضاء مجلس الإدارةلأسهم الشركة على صافي رأس المال العامل ضمن نموذج التأثير الثابت**

| Dependent Variable (NWC) | | | |
|---|---|---|---|
| Method: Panel ELS (Cross-section Weights) | | | |
| Probability (P- Value) | T-Test | B | Variable |
| 0.9415 | 0.0734 | 0.0139 | BOWN |
| **% 8.9** | | | **:($R^2$)** |

ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة.BOWNإذ إن

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

### 4-6-3 نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسة الأولى

**$H_{01.2}$ : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

يعرض الجدول رقم (11) نتائج اختبار الانحدار البسيط المتعلق بالفرضية الفرعية الثانية الصفرية أعلاه، وقبول الفرضية $H_{01.2}$من الفرضية الرئيسة الأولى. ومنه يتضح رفض الفرضية الصفرية ، ومفادها **يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة علـــى** $H_{1.2}$العدمية **صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية،** لأنـــه عنـــد اختبـــار المحـــسوبة T- Calculatedالفرضية عند مستوى دلالة 5%، وجدت أنها معنوية، إذ بلغت قيمة )، وهي تشير إلى وجود علاقة طردية بين ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة وصافي 2.2518( )، علما بان القوة 1.96الجدولية والبالغة ( T- Tabulatedرأس المال العامل، وهي اكبر من قيمة 45.15.(%) $R^2$التفسيرية للمتغير المستقل متوسطة، إذ بلغت قيمة معامل التحديد

**جدول رقم (11)**

**نتائج اختبار الانحدار البسيط لأثرملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة على صافي رأس المال العامل ضمن نموذج التأثير الثابت**

| Dependent Variable (NWC) | | | |
|---|---|---|---|
| Method: Panel ELS (Cross-section Weights) | | | |
| Probability (P- Value) | T-Test | B | Variable |
| 0.0040 | 2.2518 | 0.1737 | SOWN |
| | | | **% 45.15 :($R^2$)** |

إذ إن SOWN ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

### 4-6-4 نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثالثة من الفرضية الرئيسة الأولى

**$H_{01.3}$ : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس إدارة الشركة على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

يعرض الجدول رقم (12) نتائج اختبار الانحدار البسيط المتعلق بالفرضية الفرعية الثالثة الصفرية من الفرضية الرئيسة الأولى. ومنه يتضح رفض الفرضية الصفرية $H_{01.3}$أعلاه وقبول الفرضية العدمية $H_{1.3}$، ومفادها **يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية،** لأنه عند اختبار الفرضية عند مستوى دلالة 5%، وجدت أنها معنوية إذ بلغت قيمة T- Calculated المحسوبة (3.700)، وهي تشير إلى وجود علاقة طردية بين حجم مجلس الإدارة وصافي رأس المال العامل، وهي أكبر من قيمة T- Tabulated الجدولية والبالغة (1.96)، كما إن القوة التفسيرية للمتغير المستقل مرتفعة، إذ بلغت قيمة معامل التحديد $R^2$ (61.70%). والنتيجة تؤشر إلى الدور الرئيس لمجلس الإدارة في التأثير على القرارات المتعلقة بإدارة رأس المال العامل، ومحاولة عكس وجهات نظر كبار المساهمين عند تحديد صافي رأس المال العامل.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**جدول رقم (12)**

**نتائج اختبار الانحدار البسيط لأثرحجم مجلس الإدارةعلى صافي رأس المال العامل ضمن نموذج التأثير الثابت**

| Dependent Variable (NWC) | | | |
|---|---|---|---|
| Method: Panel ELS (Cross-section Weights) | | | |
| Probability (P- Value) | T-Test | B | Variable |
| 0.0003 | 3.700 | 0.3648 | BSIZE |
| **% 61.70 :($R^2$)** | | | |

إذ إن BSIZE حجم مجلس الإدارة في الشركة.

## 4-7 نتائج اختبار الفرضية الرئيسة الثانية

**$H_{02}$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لصافي رأس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

يعرض الجدول رقم (13) نتائج اختبار الانحدار البسيط المتعلق بالفرضية الثانية الرئيسة، ومنه يتضح رفض الفرضية الصفرية $H_{02}$، وقبول الفرضية البديلة $H_2$، ومفادها يوجد **أثر لصافي رأس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية،** لأن قيمة CalculatedT- المحسوبة تساوي (6.272 -)، وتشير إلى علاقة عكسية ما بين صافي رأس المال العامل والقيمة الاقتصادية المضافة، وذلك عند مستوى دلالة 5%، وهي أكبر من قيمة T- Tabulated الجدولية والتي تبلغ (1.96)، كما إن القوة التفسيرية للمتغير صافي رأس المال

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

العامل مقبولة، إذ بلغت قيمة معامل التحديد $R^2$(32.96%)، وهذا يعني إن هناك عوامل أخرى تفسر ما نسبته 67.04% من التباين في القيمة الاقتصادية المضافة.

**جدول رقم (13)**

**نتائج اختبار الانحدار البسيط لأثر صافي رأس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة ضمن نموذج التأثير الثابت**

| Dependent Variable (EVA) | | | |
|---|---|---|---|
| Method: Panel ELS (Cross-section Weights) | | | |
| Probability (P- Value) | T-Test | B | Variable |
| 0.0000 | - 6.272 | - 11647.90 | NWC |
| | | | **% 32.96 :($R^2$)** |

إذ إن NWC صافي رأس المال العامل، EVA القيمة الاقتصادية المضافة.

## 4-8 نتائج اختبار الفرضية الرئيسة الثالثة وفرعياتها

**$H_{03}$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة مجتمعة (ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة) على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

يعرض الجدول رقم (14) نتائج اختبار الارتباط الذاتي والانحدار المتعدد المتعلق بالفرضية الرئيسة الثالثة، ومنه يتضح إن قيمة (Durbin-Waston) قد أشارتإلى عدم وجود ارتباط ذاتي (Autocorrelation) بين الأخطاء الداخلة في معادلة الانحدار، وقد بلغت قيمتها (1.77)، وهي ضمن الحدود المقبولة لهذا الاختبار. وعليه وبناءً على ذلك فان نتائج اختبار F أشارت إلى رفض الفرضية الصفرية $H_{03}$ وقبول الفرضية العدمية $H_3$، وذلك عند مستوى دلالة 10%، ومفادها يوجد

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**أثر للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة مجتمعة على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية**، لأن قيمة F- Calculated (المحسوبة) تساوي (2.656)، وهي دالة إحصائيا عند مستوى دلالة 10%، وهي أكبر من قيمة F- Tabulated (2.574). وهذا يعني إن هنالك قوة تفسيرية مقبولة للمتغيرات المستقلة (أدوات الحوكمة الداخلية) للقيمة الاقتصادية المضافة، إذ بلغت قيمة معامل التحديد $R^2$(30.40%).

**جدول رقم (14)**

**نتائج اختبار الارتباط الذاتي والانحدار المتعدد لأثرالأدوات الداخلية لحوكمة الشركة مجتمعة على القيمة الاقتصادية المضافة ضمن نموذج التأثير الثابت**

| Dependent Variable (EVA) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Method: Panel ELS (Cross-section Weights) | | | | |
| Probability (P- Value) | | T-Test | B | Variables |
| 0.9159 | | -0.1057 | - 435.688 | BOWN |
| 0.0969 | | -1.6669 | - 5548.169 | SOWN |
| 0.0064 | | - 2.7537 | - 12708.42 | BSIZE |
| **% 30.40 :($R^2$)** | | | | |
| **1.77:(DW) Test** | | | | |
| **Probability(F)** | **Tabulated Value** | **Calculated Value** | **TestF-** | |
| 0.0000 | 2.574 | 2.656 | | |

إذ إن BOWN ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، SOWN ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، BSIZE حجم مجلس الإدارة في الشركة.

* معنوية عند مستوى دلالة 10%.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

### 4-8-1 نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسة الثالثة

**$H_{03.1}$ : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

يعرض الجدول رقم (15) نتائج اختبار الانحدار البسيط المتعلق بالفرضية الفرعية الأولى الصفرية أعلاه، ومفادها **لا يوجد أثر** $H_{03.1}$من الفرضية الرئيسة الثالثة. ومنه يتضح قبول الفرضية الصفرية **ذو دلالة إحصائية لملكية أعضاء مجلس الإدارةلأسهم الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية**، لأنه عند اختبار الفرضية عند مستوى دلالة 5% ) وهي أقل من قيمة 0.3106 المحسوبة (T- Calculatedوجدت أنها غير معنوية، إذ بلغت قيمة )، وهي تشير إلى علاقة طردية بين ملكية أعضاء (1.96 الجدولية والتي تبلغ T- Tabulated مجلس الإدارةلأسهم الشركة والقيمة الاقتصادية المضافة، كما إن القوة التفسيرية للمتغير المستقل %). 12.87 ($R^2$ضعيفة، إذ بلغت قيمة معامل التحديد

**جدول رقم (15)**

**نتائج اختبار الانحدار البسيط لأثرملكية أعضاء مجلس الإدارةلأسهم الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة ضمن نموذج التأثير الثابت**

| Dependent Variable (EVA) | | | |
|---|---|---|---|
| Method: Panel ELS (Cross-section Weights) | | | |
| Probability (P- Value) | T-Test | B | Variable |
| 0.7563 | 0.3106 | 1238.79 | BOWN |
| **% 12.87 :($R^2$)** | | | |

إذ إن BOWN ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**4-8-2 نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسة الثالثة**

**$H_{03.2}$ : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

يعرض الجدول رقم (16) نتائج اختبار الانحدار البسيط المتعلق بالفرضية الفرعية الثانية الصفرية من الفرضية الرئيسة الثالثة. ومنه يتضح رفض الفرضية الصفرية $H_{03.2}$أعلاه، وقبول الفرضية العدمية $H_{13}$ ، ومفادها **يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية،** لأنه عند اختبار الفرضية عند مستوى دلالة 5%، وجدت أنها معنوية إذ بلغت قيمة T- Calculated المحسوبة (– 2.403)، وهي اكبر من قيمة T- Tabulated الجدولية والبالغة (1.96)، وهي تشير إلى وجود علاقة عكسية ما بين ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة والقيمة الاقتصادية المضافة ، كما إن القوة التفسيرية للمتغير المستقل $R^2$ فسرت ما نسبته (29.28%) من التباين في القيمة الاقتصادية المضافة. وهذه النتيجة تتفق مع ما تم التوصل إليه عند اختبار الفرضية الصفرية الثانية من الفرضية الرئيسة الأولى، والتي أشارت إلى وجود علاقة طردية بين ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة وصافي رأس المال العامل.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**جدول رقم (16)**

**نتائج اختبار الانحدار البسيط لأثرملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة ضمن نموذج التأثير الثابت**

| Dependent Variable (EVA) | | | |
|---|---|---|---|
| Method: Panel ELS (Cross-section Weights) | | | |
| Probability (P- Value) | T-Test | B | Variable |
| 0.0170 | - 2.403 | -6572.303 | SOWN |
| **% 29.28 :($R^2$)** | | | |

إذ إن SOWN ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة.

**4-8 -3 نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثالثة من الفرضية الرئيسة الثالثة**

**: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس إدارة الشركة على القيمة الاقتصادية $H_{03.3}$ المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

يعرض الجدول رقم (17) نتائج اختبار الانحدار البسيط المتعلق بالفرضية الفرعية الثالثة الصفرية من الفرضية الرئيسة الثالثة. ومنه يتضح رفض الفرضية الصفرية $H_{03.3}$ أعلاه، وقبول الفرضية العدمية $H_{13}$ ، ومفادها **يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس إدارة الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية،** لأنه عند اختبار الفرضية عند مستوى دلالة 5%، وجدت أنها معنوية إذ بلغت قيمة T- Calculated المحسوبة ( – 3.3759)، وهي أكبر من قيمة T- Tabulated الجدولية والبالغة (1.96)، وهي تشير إلى وجود علاقة عكسية ما بين حجم مجلس الإدارة والقيمة الاقتصادية المضافة ، كما إن القوة التفسيرية للمتغير المستقل $R^2$ فسرت ما نسبته (29.33%) من التباين في القيمة الاقتصادية المضافة. وتشير

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

العلاقة العكسية بين حجم المجلس والقيمة الاقتصادية المضافة إلى انه كلما زاد حجم المجلس على الحدود المثلى فان ذلك سوف ينعكس بأثر سلبي على القيمة الاقتصادية المضافة، إذإن العدد الكبير من الأعضاء قد يؤدي إلى بطء اتخاذ القرارات بسبب تعدد وجهات النظر ومن الممكن أن ينعكس بأثر سلبي على أداء الشركة.

**جدول رقم (17)**

**نتائج اختبار الانحدار البسيط لأثرحجم مجلس الإدارة في الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة ضمن نموذج التأثيرالثابت**

| Dependent Variable (EVA) | | | |
|---|---|---|---|
| Method: Panel ELS (Cross-section Weights) | | | |
| Probability (P- Value) | T-Test | B | Variable |
| 0.0009 | - 3.3759 | - 14297.13 | BSIZE |
| | | **% 29.33** | **:($R^2$)** |

إذ إن BSIZE حجم مجلس الإدارة في الشركة.

### 4- 9 نتائج اختبار الفرضية الرابعة الرئيسة

**: $H_{04}$ لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة (ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة) على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

لقد تم إدخال المتغير الوسيط صافي رأس المال العامل على انه متغير مستقل، وذلك لاختبار أثر المتغيرات المستقلة (أدوات الحوكمة الداخلية للشركة) مجتمعة على المتغير التابع القيمة الاقتصادية

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العامل (Dong & Su, 2010). والجدول رقم (18) يعرض نتائج اختبار الارتباط الذاتي والانحدار المتعدد المتعلق بالفرضية الرئيسة الرابعة، ومنه يتضح إن قيمة (Durbin-Waston) قد أشارت إلى عدم وجود ارتباط ذاتي (Autocorrelation) بين الأخطاء الداخلة في معادلة الانحدار، وقد بلغت قيمتها (1.81)، وهي ضمن الحدود المقبولة لهذا الاختبار. وعليه وبناءً على ذلك فإن نتائج اختبار F أشارت إلى رفض الفرضية الصفرية $H_{04}$، وقبول الفرضية العدمية $H_{14}$ عند مستوى دلالة 5%، ومفادها يوجد **أثر للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة مجتمعة على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العاملفي الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية،** لأن قيمة F- Calculated المحسوبة تساوي (3.87)، وهي أكبر من قيمة F- Tabulated والبالغة (2.99)، وهذا يعني إن الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة لها دور في التحكم وبالتأثير على القيمة الاقتصادية المضافة في إطار إدارة رأس المال العامل، وما يعزز هذه النتيجة معامل التحديد $R^2$ إذ بلغت قيمته (39.64%).

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

## جدول رقم (18)

### نتائج اختبار الارتباط الذاتي والانحدار المتعدد لأثرالأدوات الداخلية لحوكمة الشركة مجتمعة على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العامل ضمن نموذج التأثير الثابت

| Dependent Variable (EVA) | | | |
|---|---|---|---|
| Method: Panel ELS (Cross-section Weights) | | | |
| Probability (P- Value) | T-Test | B | Variables |
| 0.0000 | 4.821 | 10654.33 | BOWN |
| 0.2618 | - 1.124 | - 2205.70 | SOWN |
| 0.0745 | -1.791 | -9297.48 | BSIZE |
| 0.0000 | -5.002 | -10824.99 | NWC |
| **% 39.64 :($R^2$)** | | | |
| **1.81:(DW) Test** | | | |
| **Probability(F)** | **Tabulated Value** | **Calculated Value** | **TestF-** |
| 0.0000 | 2.99 | 3.87 | |

إذ إن BOWN ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، SOWN ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، BSIZE حجم مجلس الإدارة في الشركة،NWC صافي رأس المال العامل.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# الفصل الخامس

## مناقشة النتائج والتوصيات

بعد أن تم اختبار فرضيات الدراسة، سيتم في هذا الفصل مناقشة النتائج التي تم التوصل إليها، وصياغة التوصيات المناسبة على ضوء هذه النتائج.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# الفصل الخامس

# مناقشة النتائج والتوصيات

## 5-1 مناقشة النتائج

### 5-1-1 مناقشة النتائج المتعلقة بالإحصاءات الوصفية

- بلغ متوسط ملكية أعضاء مجلس الإدارةلأسهم الشركات الصناعية عينة الدراسة 9.27%، وهي تدل على انخفاض هذه الملكية، والسبب يعود إلى انه تم استبعاد ملكية أعضاء مجلس الإدارةلأسهم الشركات الصناعية الذين يمثلون كبار المساهمين فيها ، وذلك حتى يتم تجنب احتمالات الارتباط العالي بين المتغيرين نتيجة احتساب ملكيتهم مرتين. وقد بلغت أعلى نسبة لملكية أعضاء مجلس الإدارة 53.91% في شركة الدباغة الأردنية لعام 2000-2001، في حين بلغت أدنى نسبة وهي 0.10% في شركة الألبانالأردنيةللأعوام 2006-2009، أما الانحراف المعياري فقد بلغت قيمته 6.99% وهذا يدل على وجود تباين بسيط بين الشركات عينة الدراسة من حيث ملكية أعضاء مجلس الإدارةللأسهم.

- بلغ متوسط ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركات الصناعية عينة الدراسة 44.58%، ويدل ذلك على إنتركز ملكية المساهمين في يد عدد قليل من المساهمين ومشاركتهم في مجالس الإدارة من الممكنأن يوثر على القرارات الإدارية، بالإضافةإلى قدرتهم على اتخاذ الإجراءاتالتأديبية بحق المديرين المقصرين كفصلهم واستبدالهم بآخرين عندما يكون أداؤهم غير مقبول. أما أعلى نسبة لهذه الملكية فكانت 81.20% في شركة مصانع الورق

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

والكرتون لعام 2008، أما أقل نسبة فكانت 0.00% (عدم وجود أي مـساهم يملـك 5% أوأكثر من أسهم الشركة) في الشركة الوطنية لصناعة الألمنيوم للأعوام 2000– 2004. أما الانحراف المعياري فقد بلغ 20.63% وهذه النسبة تشير إلى وجود تباين بين الشركات عينة الدراسة من حيث تركز ملكية الأسهم.

- بلغ متوسط نسبة حجم مجلس الإدارة في الشركات الصناعية عينـة الدراسـة 68.52%، وعند ضرب هذه النسبة في رقم 13 وهو الحد الأعلى لعدد أعضاء المجلس فإن متوسـط عدد أعضاء مجلس الإدارة في هذه الشركات خلال فترة الدراسة 9 أعضاء، وتوافق ذلـك مع نتائج دراسة (Brown & Caylor, 2004)، إذ اقترحوا بان عـدد أعـضاء مجلـس الإدارةالمثالي هو الذي يقع بين 6–15 عضوا وهو الأفضل لتحسين أداء الشركة. أما أعلى نسبة لحجم مجلس الإدارة فقد بلغت 100% في كل من الشركة الوطنية لصناعة الكلورين للأعوام 2000–2003، وشركة الدباغة الأردنية للأعوام 2000–2009، أي 13 عـضوا حسب ما نص عليه قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة1997. أما أقـل نـسبة لحجـم مجلس الإدارة فقـد بلغـت 38.50% بمـا يمثـل 5 أعـضاء فـي كـل مـن شـركة الألبانالأردنيةللأعوام 2001–2009، والشركة الأردنية لصناعات الـصوف الـصخري للأعوام 2000–2009، ومصانع السلفوكيماويات الأردنيـةللأعوام 2003–2009. أمـا الانحراف المعياري فقد بلغ 14.71% وهو يشير إلىإن حجم مجلس الإدارة في الشركات عينة الدراسة يتفاوت ولكن بنسبة غير مرتفعة.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- بلغ متوسط نسبة صافي رأس المال العامل إلىإجماليالأصول في الشركات الصناعية عينة الدراسة 32.25%، وهي تشير إلىإن هذه الشركات تتجه نحو تحقيق ضمان عنصر السيولة وهامش الأمان لتجنب العسر الفني،من خلال زيادة الاستثمار في الأصول المتداولة، والتي يتم تمويلها من خلال تمويل طويل الأجل، ويطلق على هذه السياسة بالسياسة الاستثمارية المتحفظة (Conservative Policy)، وقد توافقت هذه النتيجة مع ما تمت الإشارة إليه في الإطار النظري عن سياسات إدارة رأس المال العامل. هذا وقد تراوحت قيمة صافي رأس المال العامل بين الشركات عينة البحث، فكانت أكبر قيمة لنسبة صافي رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول 81.30% في الشركة العالمية للصناعات الكيماوية للأعوام 2003–2004. أما أقل قيمة له فقد بلغت −16.80% في الشركة الوطنية لصناعة الكلورين لعام 2002. أما الانحراف المعياري لنسبة صافي رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول فقد بلغ 21.57% وهي تشير إلى تباين مرتفع بين الشركات عينة الدراسة في اعتمادها للسياسات الاستثمارية والتمويلية (المغامرة والمتحفظة) في إدارتها للأصول المتداولة.

- بلغ متوسط القيمة الاقتصادية المضافة لعينة الشركات الصناعية خلال فترة الدراسة مبلغ (− 112,410) دنانير، وهذا المتوسط يشير إلى العلاقة التبادلية بين إدارة رأس المال العامل المتمثلة في صافي رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول، والذي تعبر قيمته الموجبة عن إتباع الشركة لسياسة متحفظة في إداراتهاللأصول المتداولة، لضمان توافر السيولة الكافية لتجنب العسر الفني على حساب الربحية، ولذلك نلاحظ إن متوسط صافي

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

رأسالمال العامل من إجمالياالأصول في عينة الشركات قد بلغ 32.25%، وهذا يعنـــي إن اتجاه الشركات نحو تمويل الزيادة في صافي رأس المال العامل تمويل طويل الأجل ، مما ينعكس على أداء الشركة في الأجل الطويل من خلال تخفيض ربحيتها، وتظهر أثار هــذا الانخفاض في مؤشر الأداء الشامل (القيمة الاقتصادية المضافة). ويعود السبب فـــي هــذا الانخفاض إلى تحمل الشركات تكلفة تمويل طويل الأجل أعلى من تمويــل صـــافي رأس المال العامل في مصادر التمويل الطويلة الأجل، لكون الأخيرة أعلى تكلفة مـــن التمويـــل القصير الأجل، الأمر الذي ينعكس بشكل عام على تكلفة الاستثمار. ويلاحـــظ إن شـــركة مصانع الأجواخ الأردنية قد حققت عام 2009 أكبر قيمة اقتـــصادية مـــضافة، إذ بلغـــت 7,803,664 دينار مقابل صافي رأس مال عامل مقداره 14.80% من مجموع الأصول، بينما حققت شركة مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية الثقيلـــة عـــام 2000 قيمـــة اقتصادية سالبة مقدارها – 13,276,384 دينار، مقابل صافي رأس مال عامل مقـــداره 52.70% من مجموع الأصول، والسبب في تحقيق قيمة اقتصادية سالبة بشكل كبير حسب رأي الباحث هو ارتفاع كلفة رأس المال على الشركة. أما الانحراف المعيـــاري للقيمـــة الاقتصادية المضافة فقد بلغ 1,567,816 دينار، وهذا يشير إلى تباين كبير بين الـــشركات عينة الدراسة، ويعتقد الباحث أن السبب في ذلك يعود إلى إن عينة الدراسة تشتمل على عدة شركات متنوعة في صناعاتها وسلعها، بالإضافة إلى اختلاف كل من كلفة رأس المال على هذه الشركات، ومصادر التمويل التي تتبعها في تمويل أصولها.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

### 5-1-2 مناقشة النتائج المتعلقة بالارتباط بين المتغيرات المستقلة

لقد تم إجراء اختبار Person Correlationللتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط المتعدد الخطي Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة، والتي تحدث عندما يرتبط متغيران مستقلان بعلاقة تصل إلى 70%، وقد أظهرت النتائج عدم وجود هذه المشكلة.

### 5-1-3 مناقشة النتائج المتعلقة بالفرضية الرئيسة الأولى

تناولت هذه الفرضية اختبار أثر أدوات الحوكمة الداخلية (ملكية أعضاء مجلس الإدارةلأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة في الشركة) مجتمعة على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية الأردنية.وقد أظهرت النتائج وجود أثر معنوي لهذه المتغيرات مجتمعة على المتغير صافي رأس المال العامل عند مستوى دلالة 5%،إذ بلغت قيمة اختبار F (51.13) وهي ذات دلالة إحصائية، كما وبلغت قيمة معامل التحديد $R^2$(89.86%) وهي تشير إلى القوة التفسيرية لهذه المتغيرات للتغيرالحاصل في صافي رأس المال العامل. هذه النتيجة تؤشر إلى مدى أهمية أدوات الحوكمة الداخلية في تحديد توجهات الإدارة نحو قيمة صافي رأس المال العامل ، كون هذه الأدوات هي أدوات نوعية تعبر عن سلوك أعضاء مجلس الإدارة وكبار المساهمين ودرجة ميولهم نحو تحمل المخاطر، وعليه فهم أصحاب القرار والسلطة في الشركة، وبالتالي لهم دور كبير ومهم في تحديد السياسات الاستثمارية والتمويلية في إدارة الأصول المتداولة ضمن هدف المواءمة بين السيولة والربحية، والتي ستنعكس على ربحية الشركة ومن ثم أدائها.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

وتتوافق هذه النتيجة مع مـــا توصـــلت إليـــه دراســـة (Kieschnick et al., 2006)، ودراســـة (Adewuyi & Olowookere 2009).

### 5-1-3-1 مناقشة النتائج المتعلقة بالفرضية الفرعيةالأولى من الفرضية الرئيسة الأولى

تناولت هذه الفرضية اختبار أثر ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، وقد أظهرت النتائج عدم وجـــود تـــأثير معنوي لهذا المتغير على صافي رأس المال العامل، إذ بلغت قيمة T (0.0734)، وقيمـــة معامـــل التحديد $R^2$(8.9%)، وهي غير دالة إحصائيا، كما ظهرت العلاقة بين المتغيرين طردية. ويعتقـــد الباحث إن سبب ذلك يعود إلىإن نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة في هـــذه الـــشركات كانـــت ضعيفة، إذ بلغ متوسطها 9.27% بسبب استبعاد ملكية الأعضاء الذين يمثلون كبار المساهمين في الشركة، والتي سبق وان تم توضيحه في الفصل الثالث. أما من حيث اتجاه العلاقة، فيرى الباحث إنأعضاء المجلس المنتخبين من قبل المساهمين يهمهم بالدرجة الأولى عدم تعريض الـــشركة إلـــى العسر المالي نتيجة انخفاض السيولة في الشركة من جانب، ومن جانب أخر محاولتهم حماية حقوق المساهمين والمحافظة على أموالهم، من خلال الابتعاد عن المشاريع ذات المخاطر العالية، أي إن التركيز على الأصول ذات السيولة العالية.

### 5-1-3-2 مناقشة النتائج المتعلقة بالفرضية الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسة الأولى

تناولت هذه الفرضية اختبار أثر ملكية كبار المساهمين على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، وقد أظهرت النتائج وجـــود اثـــر معنـــوي، إذ بلغـــت قيمـــة

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

T(2.2518)، وقيمة معامل التحديد $R^2$(45.15%)، وهي دالة إحصائيا، كما ظهرت العلاقة بينهما طردية. ويعتقد الباحث إن هذه النتيجة تشير إلى مدى أهمية ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة في التأثير على قرارات مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، فيما يتعلق بإدارة رأس المال العامل، من حيث قيمة صافي رأس المال العامل، الذي يمثل سياسات الاستثمار والتمويل للأصول المتداولة في الشركة. فالمساهمون يهمهم بالدرجة الأولى حماية أموالهم التي استثمروها في الشركة، ومن ثم البحث عن تحقيق عوائد على هذه الأموال، ولذلك فإنهم يدفعون الإدارة نحو الاستثمار بشكل مرتفع في الأصول المتداولة، لتحقيق عنصر السيولة، لتجنب الشركة العسر المالي وعدم قدرتها على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل والطارئة، والتي من الممكن أن تؤدي إلى إفلاس الشركة، وبالتالي فإن المساهمين سيكونون أول الخاسرين لأموالهم، بسبب إن الدائنين لهم الأولوية في تحصيل أموالهمالتي أقرضوها للشركة.

**5-1-3-3 مناقشة النتائج المتعلقة بالفرضية الفرعية الثالثة من الفرضية الرئيسة الأولى**تناولت هذه الفرضية اختبار أثر حجم مجلس الإدارة على صافي رأس المال العامل، وقد أظهرتنتائج الاختبار وجود أثر معنوي قوي على صافي رأس المال العامل، إذ بلغت قيمة T (3.700)، وقيمة معامل التحديد **(61.70 %)** $R^2$، وهي دالة إحصائيا، كما ظهرت العلاقة بينهما طردية.

ويرى الباحث إن زيادة عدد أعضاء المجلس في الشركة، وخاصة إذا كان من بينهم أعضاء مستقلون، أن يدفعهم نحو توجيه الإدارة التنفيذية إلى زيادة الاستثمار في صافي رأس المال العامل، لتحقيق ضمان عنصر السيولة وهامش الأمان من الأصول المتداولة، يؤشر ذلك إلى مخاوفهم من العسر الفني، الذي قد يضع الشركة أمام صعوبات تسديد التزاماتها في الوقت المحدد، مما يولد

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

قناعة لدى المساهمين بقدرة أعضاء مجلس الإدارة على حماية أموالهم، ويتضح ذلك جليا من القوة التفسيرية القوية لهذا المتغير، وبشكل عام قبول الفرضية البديلة يشير إلىأهمية مجلس الإدارة في رسم السياسات ووضع الخطط، لتحقيق أهداف الشركة المتمثلة في البقاء والنمو والاستمرارية.

إن نتائج الاختبارات السابقة الذكر لم تتناولها الدراسات السابقة بالبحث بشكل منفرد، ولذلك لم يجد الباحث ما يدعم هذه النتائج سواء على مستوى الدراسات العربية أوالأجنبية، ولذلك يعتقد بان هذه النتائج من الإسهامات التي أفرزتها نتائج هذه الدراسة، وقد تكون محل اهتمام للدراسات اللاحقة.

### 5-1-4 مناقشة النتائج المتعلقة بالفرضية الرئيسة الثانية

تناولت هذه الفرضية اختبار أثر صافي رأس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة، وقد أظهرت النتائج وجود اثر ذي دلالة معنوية وفقا لنتائج اختبار T ، والقدرة التفسيرية لصافي رأس المال العامل، والتي بلغت (32.96%).

ويرى الباحث إن هذه النتيجة قد جاءت تجسيداً للجوانب المعرفية التي تم الإشارة إليها في الفصل الثاني من الإطار النظري للدراسة. إذ إن صافي رأس المال العامل يمثل سياسات الاستثمار والتمويل للأصول المتداولة في آن واحد، فزيادة الاستثمار في صافي رأس المال العامل يشير إلىإن الشركة تتبع سياسة استثمارية متحفظة، بمعنى إن صافي رأس المال العامل الموجب يشير إلى ذلك الجزء الذي يتم تمويله بمصادر التمويل طويل الأجل من جانب، ومن جانب آخر تؤشر إلى مستوى السيولة في الشركة. مما ينعكس بشكل سلبي على ربحية الشركة ومن ثم قدرتها على توليد الثروة، ممثلا في معيار القيمة الاقتصادية المضافة (الأداء الشامل في الأجل الطويل). وقد

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

لوحظ ذلك عندما تمت مناقشة نتائج الإحصاء الوصفي، إذ كان متوسط نسبة صافي رأس المال العامل للشركات عينة الدراسة (32.25%)، يقابله متوسط للقيمة الاقتصادية المضافة مقداره ( – 112,410) دنانير وهي سالبة، وهذا يتفق مع نتيجة اختبار هذه الفرضية، التي أشارتإلى العلاقة العكسية ما بين صافي رأس المال العامل والقيمة الاقتصادية المضافة.

إن القدرة التفسيرية لصافي رأس المال العامل للتباين الحاصل في القيمة الاقتصادية المضافة، ربما يكون منخفضا نوعا ما، ويعود السبب في ذلك إلى توجهات أعضاء مجلس الإدارة نحو الاحتفاظ بنسبة صافي رأس مال عامل مرتفعة نوعا ما وذات ربحية منخفضة. هذا بجانب وجود عوامل أخرى غير صافي رأس المال العامل قد تفسر التباين الحاصل في القيمة الاقتصادية المضافة، ومنها على سبيل المثال لا الحصر، معدل نمو مبيعات الشركة، معدل نمو ربحية الشركة، نسبة المديونية، حجم الشركة، عائد الأصول الثابتة وربما تكلفة التمويل.

وقد اتفقت العديد من الدراسات مع نتيجة اختبار الفرضية، إذ وجدت بأن إدارة رأس المال العامل ترتبط بعلاقة عكسية مع ربحية الشركة وأدائها بشكل عام ومنها؛ دراسة ( Abdul Raheman et al., 2010) التي طبقت في الباكستان، دراسة (SEN & ORUC, 2009) التي طبقت في تركيا، دراسة (Abuzar, 2004) التي طبقت في السعودية.

### 5-1-5 مناقشة النتائج المتعلقة بالفرضية الرئيسة الثالثة وفرعياتها

اختبرت الفرضية أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة (ملكية أعضاء مجلس الإدارةلأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة) مجتمعة على القيمة الاقتصادية

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

المضافة، وقد أظهرت النتائج وجود اثر معنوي لهذه الأدوات مجتمعة على القيمة الاقتصادية المضافة عند مستوى دلالة 10%، إذ بلغت قيمة F (2.574)، وبقوة تفسير $R^2$ بلغت (30.40 %)، من التغير في القمة الاقتصادية المضافة.

لقد تم اختبار هذه الفرضية على مستوى معنوية 10% بسبب إن البيئة الأردنية تختلف عن البيئة الأجنبية من حيث، إن إلزام الشركات الأردنية بتطبيق قواعد الحوكمة قد أقر في بدايات عام 2004، كما إن الاقتصاد الأردني قد تعرض إلى عدد من الأزمات المالية والاقتصادية خلال فترة الدراسة، منها الأزمة المالية العالمية، مما اثر بشكل كبير على أداء الشركات الأردنية بشكل عام، والصناعية بشكل خاص ، وبالتالي من المنطق أن يتم اختبار بعض فرضيات الدراسة على مستوى دلالة 10%، في ظل البيئات المضطربة وغير المستقرة.

ويستدل من قيمة معامل التحديد بان هناك متغيرات أخرى ساهمت بالتأثير على القيمة الاقتصادية المضافة لم يتم تناولها، مثلا تعويضات مجلس الإدارة، عدد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، الفصل بين منصب الرئيس التنفيذي ومنصب رئيس المجلس، وسبب ذلك يعود إلى أن معظم الشركات عينة الدراسة لم تفصح عن هذه المتغيرات في تقاريرها السنوية بشكل واضح، وخاصة قبل إلزام هذه الشركات بتعليمات الإفصاح عام 2004 مما تطلب استثناء هذه المتغيرات من الدراسة. أوإنإدارات الشركات عينة الدراسة عملت على توجيه قراراتها نحو الحد من أثارالأزمة المالية العالمية الأخيرة، وتركيزها نحو معالجة النقص الحاد في مصادر التمويل بشكل عام، والتمويل القصير الأجل بشكل خاص في سوق الائتمان المصرفي الأردني.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

إن نتيجة اختبار هذه الفرضية تشير إلى الدور الكبير الذي يمارسه مجلس الإدارة وكبار المساهمين في التأثير على أداء الشركة في الأجل الطويل، والذي يتمثل في معيار القيمة الاقتصادية المضافة، كون إن هذا المعيار يعبر عن مقدار ما تحققه الشركة من قيمة مضافة لثروة المساهمين.

وهناك العديد من الدراسات التي اتفقت مع هذه النتيجة ومنها، دراسة (Javed, 2007) التي طبقت في باكستان، دراسة (Bhagat & Bolton, 2008) التي طبقت في الهند، دراسة ( Adewuyi & Olowookere, 2009) التي طبقت في نيجيريا،، دراسة (Othman et al., 2009) التي طبقت في ماليزيا، دراسة (Bukahri et al., 2011) والتي طبقت في باكستان.

### 5-1-5-1 مناقشة النتائج المتعلقة بالفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسة الثالثة

تناولت هذه الفرضية أثر ملكية أعضاء مجلس الإدارةلأسهم الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة، وقد أظهرت النتائج عدم وجود أثر معنوي للمتغير المستقل على المتغير التابع القيمة الاقتصادية المضافة عند مستوى دلالة 5%، إذ بلغت قيمة t (0.3106)، وقيمة معامل التحديد $R^2$ (12.87%)، وهي غير دالة إحصائيا، كما أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

يظهر من خلال النتائج أعلاه بان ملكية أعضاء مجلس الإدارة لم تفسر من التباين الحاصل في القيمة الاقتصادية المضافة إلا نسبة ضعيفة جدا، وان العلاقة بينهما قد جاءت طردية، أي إن زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة من ذوي الملكية، سيؤدي إلى وجود خبرات متنوعة، مما يؤدي إلى تحسين أداء الشركة المتمثل في معيار القيمة الاقتصادية المضافة، ويعتقد الباحث إنسبب

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

عدم معنوية هذا المتغير يعود إلى انه تم استبعاد ملكية أعضاء المجلس الذي يمثلون كبار المساهمين في الشركة ويملكون 5 % أوأكثر من أسهمها، وبالتالي فان ذلك آثر علـــى نتيجـــة اختبـــار هـــذه الفرضية. وبمقارنة العلاقة بين ملكية أعضاء مجلس الإدارة وكل من صافي رأس المال العامـــل، والقيمة الاقتصادية المضافة نجدها طردية، إلاإن هذه العلاقة ليس لها تأثير عليهما.

وقد اتفقت هذه النتيجة مع دراسة (Bhagat & Bolton, 2008) التي طبقت في الهند، من حيـــث العلاقة الطردية بين ملكية أعضاء مجلس الإدارةوالأداء التشغيلي للشركة، إلاإنها اختلفت معها من حيث عدم معنويتها.

### 5-1-5-2 مناقشة النتائج المتعلقة بالفرضية الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسة الثالثة

تناولت الفرضية أثر ملكية كبار المساهمينلأسهم الشركة على القيمة الاقتـــصادية المـــضافة، وقـــد أظهرت النتائج وجود أثر معنوي عند مستوى دلالة 5%، إذ بلغت قيمـــة T (2.403 -)، وقيمـــة معامل التحديد $R^2$ (29.28%)، وهي دالة إحصائيا، كما أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بـــين ملكية كبار المساهمين والقيمة الاقتصادية المضافة.

يمكن تفسير هذه النتيجة من خلال ربطها بعلاقة هذا المتغير بصافي رأس المال العامل، إذأظهرت نتائج اختبار أثر ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة على صافي رأس المال العامل ضمن البنـــد رقم (4-6-3)بأنها معنوية، وترتبط معه بعلاقة طردية، وهذا يعني إن المساهمين يوجهون مجلس الإدارةوالإدارة التنفيذية نحو الاستثمار بالأصول المتداولة بشكل مرتفع، مما يـــؤدي إلـــى زيـــادة السيولة في الشركة لتحقيق عنصر الأمان على حساب الربحية، وهذا الانخفـــاض فـــي الربحيـــة

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

ينعكس على معيار الأداء الشامل القيمة الاقتصادية المضافة. ولذلك جاءت العلاقة بين ملكية كبار المساهمين والقيمة الاقتصادية المضافة عكسية، وهذه النتيجة تتفق مع طبيعة العلاقة العكسية بين السيولة والربحية. لقد اتفقت هذه النتيجة مع كل من دراسة ( Adewuyi & Olowookere, 2009) التي طبقت في نيجيريا، ودراسة (Fuerst, 2004)، إلاأنها اختلفت مع دراسة (Al-Haddad etal., 2011) التي طبقت في الأردن، ودراسة (Javed, 2007)، التي طبقت في باكستان، حيث جاءت العلاقة بين المتغيرين طردية.

### 3-5-1-5 مناقشة النتائج المتعلقة بالفرضية الفرعية الثالثة من الفرضية الرئيسة الثالثة

تناولت الفرضية أثر حجم مجلس الإدارةفي الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة، وقد أظهرت النتائج وجود أثر معنوي عند مستوى دلالة 5%، إذ بلغت قيمة T (3.3759 -)، وقيمة معامل التحديد $R^2$ (29.33%)، وهي دالة إحصائيا، كما أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين حجم مجلس الإدارة والقيمة الاقتصادية المضافة.

يمكن تفسير هذه النتيجة من خلال ربطها بعلاقة هذا المتغير بصافي رأس المال العامل، إذأظهرت نتائج اختبار أثر حجم مجلس الإدارة في الشركة على صافي رأس المال العامل ضمن البند رقم (4-6-4)بأنها معنوية، وترتبط معه بعلاقة طردية، وهذا يعني إن مجلس الإدارة يوجه الإدارة التنفيذية نحو الاستثمار بالأصول المتداولة بشكل مرتفع، لإبراز دوره في حماية حقوق المساهمين وأموالهم، مما يؤدي إلى زيادة السيولة في الشركة لتحقيق عنصر الأمان على حساب الربحية، وهذا الانخفاض في الربحية ينعكس على معيار الأداء الشامل (القيمة الاقتصادية المضافة) في

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

الأجلالطويل. ولذلك جاءت العلاقة بين حجم المجلس والقيمة الاقتصادية المضافة عكسية، وهـذه النتيجة تتفق مع طبيعة العلاقة العكسية بين السيولة والربحية.

وقد اتفقت مع هذه النتيجة دراسة (Eisenberg et al., 1998) ، في حين اختلفت مع هذه النتيجة كل من دراسة (Adewuyi & Olowookere, 2009)، اذ جاءت العلاقة بـين حجـم المجلـس وإنتاجية الشركة طردية، دراسة (Othman et al., 2009) إذ جاءت العلاقة بين حجم المجلـس وثروة المساهمين طردية.

**6-1-5 مناقشة النتائج المتعلقة باختبار الفرضية الرئيسة الرابعة**

اختبرت الفرضية أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة (ملكية أعضاء مجلس الإدارةلأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة) مجتمعة على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العامل كمتغير وسيط في الشركات الصناعية الأردنيةالمساهمة العامة ، وقد تمت معالجة صافي رأس المال العامل في هذه الحالة كمتغير من المتغيرات المستقلة، وقد أظهرت النتائج وجود أثر معنوي لهذه المتغيرات على المتغير التابع القيمة الاقتصادية المضافة عند مستوى دلالة 5%، إذ بلغت قيمة اختبار F (3.872) وهي ذات دلالة إحصائية، وبقدرتفسير للمتغيرات المستقلة $R^2$بلغت ما نسبته (39.63%) من التباين الكلي في القيمة الاقتصادية المضافة. وتشير نتائج اختبار هذه الفرضية إلى أهمية أدوات الحوكمة الداخلية في الشركة في التأثير على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل إدارة رأس المال العامل، فأدوات الحوكمة هذه تعبر عن سلوك وممارسات الإدارة العليا الممثلة في مجلس الإدارة، بالإضافة إلى الدور المهم الذي تلعبه في توجيه الإدارة التنفيذية في الشركات نحو إتباع سياسات استثمارية وتمويلية معينة لإدارة الأصول

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

المتداولة. هذه السياسات تؤثر في النهاية على الأداء الشامل للشركة في الأجل الطويل، والمعبر عنه بمعيار القيمة الاقتصادية المضافة، هذا المعيار الذي يوضح مقدار القيمة الاقتصادية التي تمت إضافتها إلى ثروة المساهمين والملاك، نتيجة عمليات الشركة الاستثمارية المتعلقة بالأصول المتداولة (النقدية، المخزون، الذمم المدينة، الاستثمارات القابلة للتسويق).

لقد جاءت نتيجة اختبار هذه الفرضية متوافقة مع بعض الدراسات التي أجريت على أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة ورأس المال العامل فيها على أدائها وقيمتها، ولكنها كانت بشكل منفصل.إذ لم تأخذ هذه الدراسات جميع هذه المتغيرات بشكل كامل، ومن هذه الدراسات، دراسة ( SEN & ORUC, 2009) التي وجدت علاقة عكسية بين صافي رأس المال العامل والعائد على إجماليالأصول، دراسة (Afza & Nazir, 2007) التي تناولت اثر سياسات إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركة وقيمتها، إذ وجدت علاقة عكسية معنوية بين السياسات الاستثمارية لإدارة رأس المال العامل وربحية الشركة. بينما دراسة (Al- Haddad et al., 2011) فقد وجدت علاقة طردية معنوية بين الحوكمة المؤسسية ممثلة في ملكية كبار المساهمين للأسهم وأداء الشركة، دراسة (Javed, 2007) وجدت بأن نسبة تركز الملكية تؤثر على أداء الشركة وتعززه، ودراسة (Fuerst, 2004) وجدت بأن تركز الملكية يرتبط بعلاقة عكسية معنوية مع الأداء التشغيلي للشركة، دراسة (Eisenberg et al., 1998) وجدت علاقة عكسية معنوية بين حجم مجلس الإدارة وربحية الشركة، دراسة (Bhagat & Bolton, 2008) وجدت علاقة طردية معنوية بين ملكية أعضاء مجلس الإدارةلأسهم الشركة والأداء التشغيلي.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

## 5-2 التوصيات

بناءً على النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة، فان الباحث يوصي بالاتي:

أولا: يوصي الباحث الشركات الصناعية الأردنية التوجه نحو استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة كأحد معايير تقييم الأداء الشامل للشركة في الأجل الطويل، إذ إن هذا المعيار يعطي تقييما أكثر موضوعية للأداء من المعايير المحاسبية التقليدية، كونه يأخذ بنظر الاعتبار تكلفة الأموال المتاحة للاستثمار.

ثانيا: يوصي الباحث الشركات الصناعية الأردنية بضرورة الموازنة بين عدد أعضاء مجلس الإدارة من حيث كبار المساهمين وأعضاء المجلس ذوي الملكية والأعضاء المستقلين وملكية المؤسسين،وبالشكل الذي يضمن الحجم المثالي للمجلس والذي أكدت عليه الدراسات السابقة، إذ يتراوح بين 6–15 عضوا، وصولا إلى قرارات تعكس وجهة نظر وسلوك جميع أعضاء مجلس الإدارة من جانب، ومن جانب أخر ضمان القبول العام للسياسات المعتمدة في تنفيذ القرارات وتوجهها بما يتناسب وأهداف الشركة في تعظيم عائد الدينار المستثمر..

ثالثا: انسجاما مع توصيات وتعليمات هيئة الأوراق المالية حول نسبة كبار المساهمين والمتمثلة في 5% فأكثر، يوصي الباحث بأن يكون هناك تشريع يعزز من هذه التوصيات كأن تكون مادة متخصصة في قانون الشركات الأردني تنص على عدم تجاوز هذه النسبة (5%). وذلك لمنع ظهور تخندقات إدارية من شأنها أن تؤثر على قاعدة القرارات

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

الإدارية من جانب، وتوسيع قاعدة القرارات بشكل عام المتعلقة برأس المال العامل بشكل خاص من جانب آخر. مما يضفي الفاعلية على أدوات الحوكمة الداخلية وتوسيع قاعدتها.

رابعا: يوصي الباحث الشركات الصناعية الأردنية بضرورة الموازنة بين السياسات الاستثمارية والتمويلية في إدارة رأس المال العامل ، لضمان عنصر المواءمة بين السيولة والربحية، أي الاحتفاظ بسيولة مقبولة تتناسب والتزامات الشركة من جانب، وتحقيق ربحية تعزز ثروة المساهمين عبر زيادة القيمة الاقتصادية المضافة من جانب آخر.

خامسا: يوصي الباحث الشركات الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية بشكل عام، والشركات الصناعية بشكل خاص، بضرورة التوجه تدريجيا إلى تطبيق واعتماد معايير نظام الحوكمة الانجلو- أمريكي، لما لهذا النظام من مزايا عديدة متمثلة في توسيع قاعدة المساهمين ومعايير إفصاح وشفافية عالية.

سادسا: دعوة الشركات الصناعية الأردنيةإلى الالتزام بتطبيق معايير الإفصاح المتعلقة بأدوات الحوكمة الداخلية، ليتسنى للباحثين الحصول على كافة المعلومات المتعلقة بهذه الأدوات، من أجل التوصل إلى نتائج أكثر دقة في دراساتهم، منها على سبيل المثال الإفصاح وبشكل واضح عن مكافآتأعضاء مجلس الإدارة.

**التوصيات المتعلقة بالدراسات المستقبلية**

يوصي الباحث بإجراء المزيد من الأبحاث فيما يتعلق بأثرالأدوات الداخلية لحوكمة الشركة وخاصة حول:

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

1. أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على إدارة رأس المال العامل من خلال تناول أثرها على كل من معايير المحاسبة التقليدية والمعايير الحديثة في تقييم الأداء مجتمعة.
2. دراسة العلاقة بين أدوات الحوكمة الداخلية للشركة وكفاءة إدارة رأس المال العامل (الدورة النقدية، مستوى المخزون، سياسة الائتمان).
3. دراسة أثر الأدوات الخارجية لحوكمة الشركة على كل من إدارة رأس المال العامل والأداء المالي.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# قائمة المراجع

## 1. قائمة المراجع باللغة العربية

**الكتب:**


- القرآن الكريم.
- أل شبيب، دريد كامل، (2007). **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة.** عمان: دار الميسرة للنشر والتوزيع.
- الحسناوي، أموري هادي، (2002). **طرق القياس الاقتصادي.** عمان: الطبعة الأولى، دار وائل للنشر.
- حماد، طارق عبد العال، (2005).**حوكمة المؤسسات – المفاهيم والمبادئ والتجارب. الإسكندرية:** الدار الجامعية.
- حسين، صالح (2003). **ممارسة وإدارة السلطة في منظمات الأعمال: التطورات العالمية والوضع القائم في مملكة البحرين.** البحرين: المؤلف.
- الزبيدي، حمزة محمود، (2008).**الإدارة المالية المتقدمة.** عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.
- ____________، (2004). **الإدارة المالية المتقدمة. عمان:** مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.


All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- الميداني، محمد أمين عزت، (2004).**الإدارة التمويلية في الشركات. الرياض:** مكتبة العبيكان.
- مطاوع، سعد عبد الحميد، (2001). **الإدارة المالية (مدخل حديث)**.الطبعة الأولى (لام).
- النعيمي، عدنانوالتميمي، ارشد، (2008).**التحليل والتخطيط المالي، اتجاهات معاصرة.** عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية.
- هندي، منير إبراهيم، (1999).**الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر. الاسكندرية:** المكتب العربي الحديث.


**الرسائل الجامعية:**


- **أبو زر**، عفاف إسحاق (2006). إستراتيجية مقترحة لتحسين فاعلية الحاكمية المؤسسية في القطاع المصرفي الأردني، أطروحة دكتوراه/ محاسبة غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا: عمان، الأردن.
- الجعيدي، عمر (2007).مستوى الحاكمية المؤسسية وأثره في أداء الشركات، دراسة تطبيقية لنموذجCredit Lyonnais Securities Asia على الشركات المدرجة في بورصة عمان، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية: عمان، الأردن.


All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- سمحان، عبد الحكيم (2006).الموازنة ما بين السيولة والربحية، دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية في قطاعي الصناعة والخدمات، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية: عمان، الأردن.
- صبري، تامر بهجت (2010).اثر رأس المال العامل وخصائص الشركة على ربحيتها وقيمتها السوقية، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية: عمان، الأردن.
- الطراونة، حسين احمد (2006).استخدام مقاييس القيمة في نظم الإدارة المالية تعظيم لثروة الملاك، مدخل لإعادة هندسة نظم الإدارة في القطاع الصناعي الأردني، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية: عمان، الأردن.
- الفار، عبد المجيد الطيب(2006).إدارة الإرباح واثر الحاكمية المؤسسية عليها وعلاقتها بالقيمة السوقية للشركة، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية: عمان، الأردن.
- النوايسة، فايز احمد(2009).مقدرة القيمة الاقتصادية المضافة،والمتغيرات المحاسبية على تفسير العوائد السوقية، والمخاطر النظامية، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية: عمان، الأردن.


All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- النيف، خالد لافي (2005).تطوير نموذج للتنبؤ بمستوى الاستثمار المطلوب في رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية: عمان، الأردن.
- الهنيني، إيمان احمد (2005)." تطوير نظام للحاكمية المؤسسية في الشركات المساهمة العامة الأردنية لتعزيز استقلالية مدقق الحسابات القانوني، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا: عمان، الأردن.


**الأبحاث:**


- البشير، محمد (2003).التحكم المؤسسي ومدقق الحسابات. المؤتمر العلمي المهني الخامس لجمعية مدققي الحسابات الأردنيين، عمان.
- الجذيري، خيري علي (1997).التحكم في المنشأة من منظور نظرية الوكالة المالية: توصيف المشكلة في المنشاة المصرية ومناقشة التراث العلمي، مجلة آفاق جديدة، جامعة المنوفية، العدد الرابع، ص.ص: 11-87.
- حطاب، سامي وجمايد، سندس (2008). اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على بورصة عمان، دراسة تطبيقية غير منشورة، عمان، الأردن.
- شاكر، فؤاد (2005). الحكم الجيد في المصارف والمؤسسات المالية العربية العالمية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر المصرفي العربي عام 2005 بعنوان "الشراكة بين العمل المصرفي والاستثمار من اجل التنمية".


All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- الغروري، علي(2001).نحو نظام متكامل لمقاييس الأداء في منشآت الأعمال، دراسة تجريبية، مجلة كلية التجارة، جامعة المنصورة العدد (1).
- الفيومي، نضال (2001). كيف يمكن للبنوك أن تحسن عملية تقييم أدائها: نظرة معاصرة، مجلة دراسات العلوم الإدارية والمالية، العدد (2) ، الجامعة الأردنية.
- مطر، محمد، (2003).دور الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في تعزيز وتفعيل التحكم المؤسسي، بحث مقدم في المؤتمر العلمي المهني الخامس، جمعية المحاسبين القانونين الأردنيين، عمان (23–24) أيلول 2003.
- يوسف، احمد طارق (2003).حوكمة الشركات، مجلة المحاسب، جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية، العدد 20، ص.ص: 11–14.

**القوانين والتعليمات:**

- قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997 والقانون المعدل رقم 40 لسنة 2002.
- قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002.
- قانون ضريبة الدخل الأردني وتعديلاته رقم (57) لسنة 1985.
- تعليمات الإفصاح والمعايير المحاسبية لسنة 1998.


All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**مواقع الكترونية ومراكز:**

- اتحاد المصارف العربية (2003)، **الحكم المؤسسي في القطاع المصرفي العربي ومتطلبات تطوير ممارساته وفق المعايير الدولية**، بيروت.
- مركز المشروعات الدولية الخاصة، (2005) (أ)، "**تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة**"، جمهورية مصر العربية: القاهرة.
- ______________، (2004) (ب)، "**حوكمة الشركات سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية**"، جمهورية مصر العربية: القاهرة.
- موقع البنك المركزي الأردني. http://www.cbj.gov.jo
- موقع بورصة عمان للأوراق المالية.http://www.ase.com.jo.
- موقع هيئة الأوراق المالية الأردنية. .http://www.jsc.gov.jo
- موقع وزارة الصناعة والتجارة الأردنية.http://www.mit.gov.jo.

**2. قائمة المراجع باللغة الانجليزية**

**Books:**

- Berle, A. A. And Means, G. C., (1932). **The Modern Corporation and Private Property**. Larcourt, Brace & World Inc., New York, NY.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. And Allen, F., (2008). **Principles of Corporate Finance**. McGraw-Hill Companies, Inc.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- Brigham, E. F. And Houston, J. F., (2001).**Fundamentals of Financial Management.**Ninth Edition, Harcourt, Inc., Orlando, Florida.

- Clarke, T. (2005). **Corporate Governance: Critical Perspectives**.Five Volumes, London Routledge.

- Ehrbar, Al. (1998). **Eva the Real Key to Creating Wealth**. John Wiley and Sons, Inc, New York.

- Eun, C. S. And Resnick, B. G., (2009). **International Financial Management.**McGraw-Hill Companies, Inc., 1221, New York.

- _______________, (2004). **International Financial Management**. McGraw-Hill Companies, Inc., 1221, New York.

- Gallagher, T. J., Andrew, Jr., And Joseph D., (2000). **Financial Management: Principles and Practice.**Prentice-Hall, Inc. Upper Saddle River, New Jersey.

- Gitman, L. J. (2000). **Principles of Managerial Finance**. RP Donnelly & Sons Company, 9th, USA.
- Gujarati, D.N. (2003). **Basic Econometrics**. 4th ed., New York, McGraw Hill.

- Hostettler, St. (2000). **Economic Value Added**. 4th Edition.

- Reilly, F. k., And Brown, K. C. (2006). **Investment Analysis and Portfolio Management**. Thomson, South-Western, USA.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- Ross, S. A., Westerfield, R. W. And Jaffe, J. f. (2005). **Corporate Finance**. The McGraw-Hill Companies, Inc, New York, NY.

- Schroeder, R., etal.(2001).**Theory and Analysis Text Cases and Readings**.Seventh Edition, John Wiley & Sons, Inc.

- Stewart, G. B. (1990). **The Quest for Value: the EVA management guide**. Harper Business, New York.

- Stewart, G. B. (1991). **The Quest for Value – A Guide for Senior Managers**. New York: Harper-Collins.

**Dissertation:**

- Cattrysse, J. (2005).**Reflection on Corporate Governance and the Role of the Internal Auditor**. Unpublished master dissertation, Roularta Media Group. Avialable At: www.ssrn.com.

- Mathiesen, H. (2002). **Managerial Ownership and Financial Performance**. Unpublished doctoral dissertation, Copenhagen Business School, Department of International Economics and management.

- Oweis, K. (2001). **Working Capital Management of Petro – ChemicalIndustry**. Unpublished doctoral dissertation, Department of Accounting Faculty ofCommerce & Management Studies Jai Narain Vyas University, India.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**Articles:**


- Abbott, K.w. And Snidal, D. (2000). Hard and Soft Law in International Governance. **International Organization, 54(3), 421-456.**

- Abdul Raheman, Afza, T. And Abdul Qayyum, B. M. (2010). Working capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan. **International Journal of Finance and Economics, 47, 153-163.**

- Abuzar, M. E. (2004). Liquidity – Profitability Tradeoff: An Empirical Investigation in an Emerging Market. **International Journal of Commerce and Management, Vol. 14 (2), 48-61.**

- ACMA, N. (2009).Performance Measures: An Application of Economic Value Added. **International Journal of Business and Management, 4(3), 169 -177**.

- Adewuyi, A. O. And Olowookere, A. E. (2009). Impact of Governance Instruments on the Productivity of Nigerian Listed Firms. **The Icfai University Journal of Corporate Governance, VIII (3), 51-74**.
- Al- Haddad, W., Alzurqan, S. t. And Al- sufy, F. J. (2011). The Effect of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Industrial Companies: An Empirical Study on Amman Stock Exchange. **International Journal of Humanities and Social Science, 1 (4), 55-69**.


All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- Anderson, R., Mansi, S., And Reeb, D. (2004). Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt.**Journal of Accounting and Economics**, *37*(3), 315-342.

- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W. And laFond, R. (2006). The Effect of Corporate governance on Firm Credit Rating**. Journal of Accounting and Economics, 42, 203-243.**

- Bell, L. W. W. (1998). Economic Profit: An Old Concept Gains New Significance. **Journal of Business Strategy, 19(5), 13-15.**

- Bhagat, S. And Bolton, B. (2008). Corporate Governance and Firm Performance. **Journal of Corporate Finance, 14, 257-273.**

- Bhojraj, S And Sengupta, P. (2003). The Effect of Corporate Governance on Bond Rating and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. **Journal of Business, 76(3), 455-475.**

- Bozec, R. And Dia, M. (2007). Board Structure and Firm Technical Efficiency: Evidence from Canadian State-owned Enterprises. **European Journal of Operational Research, 177(3), 1734-1750.**

- Brown, L. D and Caylor, M. L. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. **"Presented at 15th Conference of Financial Economic and Accounting, University of Missouri". Available:**

**http://www.Selene.Vab.es/dep-economic-empresq./Journdas.**

- Bukahri, K. S., Awan, H. M. And Ansari, R. M. (2011). Corporate Governance Practices and Their Impact on Firms capital Structure and Performance; Case of Pakistani Textile Sector. **Institute of**

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

**management Sciences**, Bahauddin Zakariya University, Multan – Pakistan 9on-line). Available: http://khurambukhari.files.wordpress.com/2011/02/10.pdf

- Cernat, L. (2004). The Emerging European Corporate Governance Model: Anglo-Saxon, Continental or Still the Century of Diversity?.**Journal of European Public Policy, 11 (1), 147–166.**

- Claessens, S., And Fan, J. P. (2002). Corporate Governance in Asia: A survey. **International Review of Finance, 3(2), 71-103.**

- Coffee Jr., J.C. (2000). The Role of Dispersed Ownership: The Rule of Law in theSeparation of Ownership and Control, Columbia Law and Economics. (on-line) *182*, Available: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=254097

- Conyon, MJ., And Schwalbach, J. (2000). Executive Compensation: Evidence from the UK and Germany. **long Rang Plan, 33, 504-526**.

- Dalton, D. R., daily, C. M., Ellstrand, A. E. And Johnson, J. L. (2004). Meta – Analytic Review of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance. **Strategic Management Journal, 19(3), 269-290.**

- Dechow, P.M., Saloan, R. G., And Sweeny, A. P.(1996). Causes And Consequence of Earnings Manipulation: An Analysis of Firm Subject to Enforcement Actions by SEC.**Contemporary Accounting Research, 13, 136.**

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- De Medeiros, O. R. (2005). Empirical Evidence on the Relationship between EVA and Returns in Brazilian Firms (on-line). Available: http://ssrn.com/abstract=70142120.

- Denis, D. K. And McConnel, J. J. (2003).International Corporate Governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38(1), 1-36.**

- Dierk, P. A. And Patel, A. (1997). What Is EVA, and How Can It Help Your Company? **Management Accounting Journal, 79(5).**

- Dodd, J. L. And Chen, S. (1996). EVA: a new panacea. **Business and Economic Review, 42(4), 26-28**.

- Dong, H. P.And Su, J. (2010). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Vietnam Case **International Research Journal of Finance and Economic, 49, 62-71.**

- Dore, R. (2003). The Globalization of Corporate Governance: External and Internal Mechanisms of Control.**Journal of Interdisciplinary Economics, 14, 125-137.**

- Eisenberg, T., Sundgren, S. And Wells, m. T. (1998). Larger Board Size and Decreasing Value in Small Firms. **Journal of Financial Economics, 48(1), 35-54.**

- Fama, E. And Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control**. Journal of Law and Economics, 26, 301-325.**


All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- Fuerst, O.And Kang, S.(2004). Corporate Governance, Expected Operating Performance, and Pricing. **Corporate Ownership & Control, 1 (2), 17-30.**

- Goyer, M. (2001). Corporate Governance and the Innovation System in France. **Industryand Innovation, 8 (2), 135–58.**

- Gursoy, G. And Aygodan, K. (2002). Equity Ownership Structure, Risk Taking and Performance. **Emerg. Mark. Finance. Trade. 38(6), 6-25.**

- Iu, J. And Batten, J. (2001). The Implementation of OECD Corporate GovernancePrinciples in Post-Crisis Asia.**Journal of Corporate Citizenship, 4, 47-62.**

- Javed, A. Y. And Iqbal, R. (2007). The Relationship betweenCorporate Governance Indicators and Firm Value: A Case Study of Karachi Stock Exchange (on-line). Available:

http://www.mnmk.ro-documents-2007-2007-14pdf.url -

- Jensen, M. And Meckling, W.(1986). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. ***Journal of Financial Economics*. Vol. 3.**
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers**. American Economic Review, 76, 323-329.**

- ______ (1989). Eclipse of the Public Corporation. **Harvard Business Review, 61-74.**

- ______ (1993). The Modern Industrial revolution, Exit, and the failure of Internal Control Systems. **Journal of Finance 48(3), 831-880.**

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- ________ (2000). A theory of the firm: Governance, residual claims, andorganizational form. **Cambridge: Harvard University Press**.

- Jesover F. And Kirkpatrick, G. (2005). The Revised OECD Principles of Corporate Governance and their Relevance to Non-OECD Countries. **Corporate Governance: An International Review, 13(3), 127-136.**

- Kang, E. And Zardkoohi, A. (2005). Board Leadership Structure and Firm Performance. **Corporate Governance: An International Review, 13(6), 785-799.**

- Kieschnick, R., Moussawi, R. And LaPlante, M. B. (2006). Corporate Working Capital Management: Determinants and Consequences (on-line) *Available*:

  http://finance.baylor.edu/seminars/papers/cwc_current.pdf.

- Lane, C. (2003). Changes in Corporate Governance of German Corporations:Convergence to the Anglo-American model?**Competition and Change, 7 (2/3), 79-100.**

- Lange, H. P. and Sharpe, I. G. (1995). Monitoring Costs and Ownership Concentration: Australian Evidence. **Applied Financial Economics, 5(6), 441-447.**

- Lamberson, M. (1995). Changes in Working Capital of Small Firms in Relation to Changes in Economic Activity. **Mid-American Journal of Business 10(2), 45-50.**

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. And Vishny RW. (2000). Investorprotection and corporate governance.**Journal of Finance and Economics, 58, 3-27.**

- Li, M. And Simerly, R. (1998). The Moderating Effects of Environmental Dynamism on the Ownership and Performance Relationship. **Strategic Management Journal, 19(2), 169-179.**

- Magni, C. A. (2008). Systemic Value Added, Residual Income and Decomposition of a cash Flow Stream (on-line). **University of Modena and Reggio Emilia Economics**. Available: http://ssrn.com/abstract=1032011.

- McCahery, J.A., Moerland, P., Raaijmakers, T., And Renneboog, L. (eds) (2002). Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity.**Oxford: Oxford University Press**.

- Nazir, M. S. And Afza, T. (2009). Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability. **The IUP Journal of Applied Finance, 15 (8), 19-30.**

- ______________ (2007). Is it Better To Be Aggressive or Conservative in Managing Working Capital? **Proceeding of Singapore Economic Review (SERC)**. Available:

https://editorialexpress.c0m/cgi-bin/conference/download.cgi?db-name=SER2007&paper_id=107.

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- Othman, R., Ponirin, H. And Ghani, E. (2009). The Effect of Board Structure on Shareholders' Wealth in Small Companies in Malaysia. **Management Science and Engineering, 3(4), 1-15.**

- Peixoto, S. M. (2002). Economic Value Added: An Application to Portuguese Public Companies (on-line). **Modern University of Porto. Available:** http://ssrn.com/abstract=302687.

- Rakshit, D. (2006).EVA Based Performance Measurement: A Case Study of Dabur India Limited. **Vidyasagar University of Commerce, 11, 4o-59.**

- Ramly, Z. And Abdul Rashid, H. M. (2010). Critical Review of Literature on Corporate Governance and the Cost of Capital: The Value Creation Perspective. **African Journal of Business Management, 4(11), 2198-2204.**

- Reid, A.S.(2003). The Internationalization of Corporate Governance Codes of Conduct. **Business Law Review, 223–238.**

- Sarkar, J. And Sarkar, S. (2000). Large Shareholder Activism in Corporate Governance in Developing Countries: Evidence from India. **International Review of Finance, 1(3), 164-194.**

- SEN, M. And ORUC, E. (2009). Relationship between Efficiency Level of Working Capital Management and Return on Total Assets in Ise. **International Journal of Business and Management, 4(10), 109-114.**

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- Varma, J. R. and Barua, S. K. (2006). A First Cut of the Equity Risk Premium in India (on-line). **Indian Institute of Management, India**, Available: http://www.iimahd.ernet.in/jrvarma/ papers/wp2006-06-04.pdf.

- Vishny, R. W.And Shleifer, A. (1997).A survey of Corporate Governance. **Journal of Finance, 52(2), 737-783.**

- Weinraub, H. And Visscher, S. (1998). Industry Practice Relating to Aggressive Conservative Working Capital Policies. **Journal of Finance and Strategic Decision, 11( 2), 11-18.**

- Worthington, A. C. And Tracy, W. (2001). Economic Value Added: A Review of the Theoretical and Empirical Literature. **Asian Review of Accounting, 9(1), 67-86.**

- _____________ (1999). The Information Content of Economic Value Added: A comparative Analysis with Earning, Cash Flow and Residual Income (on-line). 66, Queensland University of Technology. Available: http://econpapers.repecorg/paper/qutdpaper/066.htm.

- Yermack, D. (2003). Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. **Journal of Finance 59, 2281–2308**.

- Zaima, j. k., Howard F. And Turetsky, B. C. (2005). The MVA-EVA Relationship: Separation of Market Driven Versus Firm Driven Effects. **Review of Accounting and Finance, 4(1), 32-49.**

**Reports:**

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

- Blue Ribbon Committee (BRC), (1999).Report and Recommendations of Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees.(on-line). *NYSE, New York,* p. 21. Avialable: http://www.nyse.com/pdfs/blueribb.pdf
- Cadbury Report, (1992). The financial aspects of corporate Governance (on-line) *London, December* 1992, p. 89. Avialable:http://www.blindtiger.co.uk/IIA/uploads/2c9103-ea9f7e9fbe--7e15/Cadbury.pdf
- IIA (*Institute of Internal Auditors*): Recommendations for Improving Corporate Governance: Presented to the New York Stock Exchange, **Springs, FL, 2002.**
- ____________ 'Internal Audit and the Audit Committee: Working togethertoward common goals (on-line).Available:http://www.theiia.org/index.cfm?doc_id=372
- (OECD) *Organization for Economic Co-operation and Development*, (1999 & 2004). "OECD Principles of Corporate Governance. Available: www.oced.org.
- World Bank Report (2005).

**Web site:**

- www.hawkama.net
- www.e-views.com

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# الملاحق

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

## ملحق رقم (1)

## الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية عينة الدراسة

| # | اسم الشركة | # | اسم الشركة |
|---|---|---|---|
| 1 | شركة الدباغة الأردنية | 15 | الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية |
| 2 | مصانع الاجواخ الأردنية | 16 | السلفوكيماويات الأردنية |
| 3 | مصانع الخزف الأردنية | 17 | المركز العربي للصناعات الدوائية والكيماوية |
| 4 | شركة الألبانالأردنية | 18 | العالمية الحديثة لصناعة الزيوت النباتية |
| 5 | الأردنية لصناعة الأنابيب | 19 | الموارد الصناعية الأردنية |
| 6 | مصانع الورق والكرتون | 20 | الوطنية لصناعة الكلورين |
| 7 | العامة للتعدين | 21 | الكابلات الأردنية الحديثة |
| 8 | دار الدواء للتنمية والاستثمار | 22 | الزي لصناعة الألبسة الجاهزة |
| 9 | الوطنية لصناعة الصلب | 23 | حديد الاردن |
| 10 | الصناعات الكيماوية الأردنية | 24 | مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والالكترونية |
| 11 | الأردنية لصناعات الصوف الصخري | 25 | المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار |
| 12 | العالمية للصناعات الكيماوية | 26 | الوطنية لصناعة الألمنيوم |
| 13 | الأردنية للصناعات الخشبية/ جوايكو | 27 | الإقبال للطباعة والتغليف |
| 14 | مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر | | |

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

## ملحق رقم (2)

## هيكل أسعار الفائدة المعلنة من قبل البنك المركزي الأردني

### أسعار الفائدة على القروض طويلة الأجل

| السنة | المتوسط المرجح لأسعار الفائدة % |
|---|---|
| 2000 | 11.380 |
| 2001 | 10.450 |
| 2002 | 9.850 |
| 2003 | 8.920 |
| 2004 | 7.590 |
| 2005 | 8.100 |
| 2006 | 8.560 |
| 2007 | 8.860 |
| 2008 | 9.480 |
| 2009 | 9.070 |

### أسعار الفائدة على القروض القصيرة الأجل

| السنة | المتوسط المرجح لأسعار الفائدة % |
|---|---|
| 2000 | 11.600 |
| 2001 | 10.420 |
| 2002 | 9.350 |
| 2003 | 9.430 |
| 2004 | 8.790 |
| 2005 | 9.260 |
| 2006 | 9.230 |
| 2007 | 9.830 |
| 2008 | 9.310 |
| 2009 | 9.030 |

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

# ملحق رقم (3)

**أسعار الفائدة على شهادات الإيداعلأجل 3 أشهر المعلنة من قبل البنك المركزي الأردني**

| السنة | الشهر | سعر الفائدة % | السنة | الشهر | سعر الفائدة % |
|---|---|---|---|---|---|
| 2000 | 3 | 6 | 2005 | 3 | 3.7 |
| 2000 | 6 | 6.2 | 2005 | 6 | 4.45 |
| 2000 | 9 | 5.9 | 2005 | 9 | 5.4 |
| 2000 | 12 | 6 | 2005 | 12 | 6.2 |
| 2001 | 3 | 5.25 | 2006 | 3 | 6.26 |
| 2001 | 6 | 4.6 | 2006 | 6 | 6.57 |
| 2001 | 9 | 4.4 | 2006 | 9 | 6.583 |
| 2001 | 12 | 3.9 | 2006 | 12 | 6.7 |
| 2002 | 3 | 3.9 | 2007 | 3 | 6.622 |
| 2002 | 6 | 3.85 | 2007 | 6 | 6.474 |
| 2002 | 9 | 3.4 | 2007 | 9 | 5.973 |
| 2002 | 12 | 3 | 2007 | 12 | 5.75 |
| 2003 | 3 | 2.8 | 2008 | 3 | 5.404 |
| 2003 | 6 | 2.3 | 2008 | 6 | 5.625 |
| 2003 | 9 | 2.25 | 2008 | 9 | 5.675 |
| 2003 | 12 | 2.1 | 2008 | 12 | - |
| 2004 | 3 | 2.2 | 2009 | 3 | - |
| 2004 | 6 | 2.45 | 2009 | 6 | - |
| 2004 | 9 | 2.7 | 2009 | 9 | - |
| 2004 | 12 | 2.85 | 2009 | 12 | - |

**ملاحظة: تم اعتماد أسعار الفائدة لسنة 2009 من خلال أسعار الفائدة لسنة 2008، كون إن البنك المركزي الأردني لم يصدر شهادات إيداع خلال تلك السنة.**

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit

## ملحق رقم (4)

## طريقة حساب عائد محفظة السوق السنوي*

$R_m = Index_t - Index_{t-1} / Index_{t-1}$

إذ إن:

$R_m$: يمثل عائد السوق خلال اليوم t

$Index_t$: يمثل قيمة إغلاق مؤشر السوق في نهاية اليوم t

$Index_{t-1}$: يمثل قيمة إغلاق مؤشر السوق في نهاية اليوم t-1

**مجموع العوائد السوقية اليومية خلال 10 سنوات** = 1.234439

**عدد أيام التداول خلال 10 سنوات** = 2441 يوم

**معدل العائد السوقي اليومي** = 1.234439 / 2441= 0.000506

| السنة | عدد أيام التداول في السنة | معدل العائد اليومي | Rmمعدل العائد السنوي |
|---|---|---|---|
| 2000 | 243 | 0.000506 | 0.1230 |
| 2001 | 240 | 0.000506 | 0.1214 |
| 2002 | 249 | 0.000506 | 0.1260 |
| 2003 | 240 | 0.000506 | 0.1214 |
| 2004 | 246 | 0.000506 | 0.1245 |
| 2005 | 241 | 0.000506 | 0.1220 |
| 2006 | 242 | 0.000506 | 0.1225 |
| 2007 | 247 | 0.000506 | 0.1250 |
| 2008 | 245 | 0.000506 | 0.1240 |
| 2009 | 248 | 0.000506 | 0.1255 |
| المجموع | **2441** | | |

* من إعداد الباحث

All Rights Reserved - Library of University of Jordan - Center of Thesis Deposit